

## Aktueller Kommentar

### Wer sind die Endnutzer am Markt für OTC-Derivate?

22. Dezember 2015

**OTC-Derivate werden primär zur Absicherung geschäftlicher Risiken genutzt. Darauf deuten die verfügbaren Daten hin. Die Annahme, dass es sich beim Markt für OTC-Derivate um einen Inter-Dealer-Markt handelt, scheint übertrieben; im Gegenteil, bei der Mehrheit der Transaktionen sind Investoren beteiligt, die keine Händler sind. Derivate dürften damit helfen, die Risiken an den Finanzmärkten effizient zu managen.**

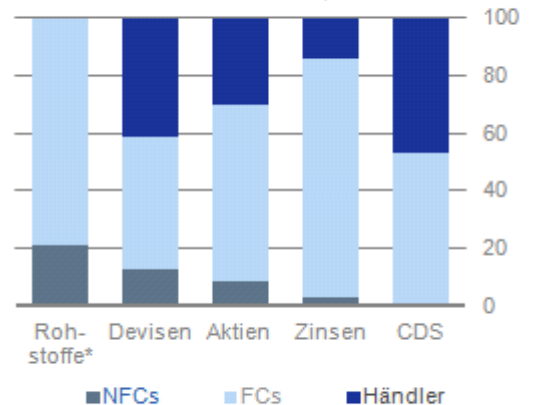
Derivate ermöglichen Investoren, vereinfacht gesagt, eine effiziente Steuerung ihrer geschäftlichen Risiken und erleichtern die Preisfindung für die zugrunde liegenden Vermögenswerte. Aufgrund der unterschiedlichen Anforderungen der Investoren sind Derivate üblicherweise maßgeschneiderte Produkte, die außerbörslich, d.h. am OTC-Markt gehandelt werden. Insbesondere in den letzten Jahren erlebten die Finanzmärkte oft Phasen hoher Volatilität, so dass es noch wichtiger wurde, die Unsicherheit durch den Einsatz von Derivaten zu verringern. Dies hat vermutlich zu einer steigenden Nachfrage nach Derivaten von Seiten der Marktteilnehmer beigetragen. Gleichzeitig jedoch trieb die verschärfte Regulierung in Folge der Finanzkrise die Kosten des Derivatehandels in die Höhe, was für Druck auf der Angebotsseite sorgte. Auch wurde Kritik laut, dass es sich bei Derivaten nur um einen Inter-Dealer-Markt mit geringem Bezug zur Realwirtschaft handelt. Daher ist es sinnvoll, die Handelsmotive der Akteure am Derivate-Markt sowie die Bedeutung dieser Transaktionen für die Realwirtschaft etwas genauer zu betrachten.

Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) erlauben interessante Einblicke bezüglich der Gegenparteien im außerbörslichen Handel. Genauer gesagt unterscheiden sie Handelsaktivitäten von berichtspflichtigen Händlern mit (1) nichtfinanziellen Gegenparteien (NFCs), d.h. hauptsächlich Unternehmen und Staaten, (2) anderen finanziellen Gegenparteien (FCs) wie z.B. zentralen Gegenparteien, Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen, Regionalbanken und Hedgefonds sowie mit (3) anderen Händlern wie z.B. großen Investmentbanken. Zunächst zeigen die BIZ-Daten, dass, gemessen am Derivate-Umsatz, Nicht-Händler an 65% aller OTC-Transaktionen beteiligt sind; dies sind entweder NFCs oder FCs (Daten von 2013). Wie unterschiedlich die Gegenparteien in den einzelnen Assetklassen sind, zeigt eine weitere Aufgliederung nach ausstehenden Nominalwerten. Hier entfallen sogar 82% des Gesamtmarkts auf Nicht-Händler.

NFCs sind an einem relativ geringen Teil aller Derivate-Kontrakte beteiligt (nach ausstehenden Beträgen). Allerdings weichen die jeweiligen Anteile in den verschiedenen Segmenten deutlich voneinander ab. Der höchste Anteil wird mit 21% bei Rohstoffderivaten verzeichnet (Stand 2014).<sup>\*</sup> So setzen viele NFCs Rohstoffe in der Produktion ein oder stellen Rohstoffe selbst her. Dass Endnutzer von Derivaten, die keine Finanzunternehmen sind, sich gegenüber Preisschwankungen bei Rohöl, Erdgas, Edelmetallen sowie Agrarrohstoffen und sogar Nutzvieh absichern wollen, erklärt zu einem großen Teil ihre aktive Rolle im Rohstoffderivate-Segment. Nichtfinanzielle Gegenparteien engagieren sich ebenfalls relativ stark bei Devisen-Derivaten; auf sie entfallen ca. 13% der ausstehenden Volumina in diesem Bereich. NFCs sind in der Tat als Importeure und Exporteure in immer enger verflochtenen internationalen Märkten stärker als je zuvor mit Wechselkursrisiken konfrontiert und versuchen, sich dagegen durch Derivate abzusichern.

### OTC-Derivate nach Gegenpartei und Assetklasse

Anteil am Nominalvolumen in %, 2014



<sup>\*</sup> Aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit keine separate Analyse von FCs und Händlers möglich

Quellen: BIZ, ESMA, Deutsche Bank Research

Der Löwenanteil der Zinsderivate (IRDs) entfällt auf FCs, denn ca. 83% dieser Transaktionen werden zwischen einem Händler und einer FC abgewickelt. Die Marktteilnehmer nutzen IRDs zur Absicherung gegen künftige Zinsentwicklungen. Angesichts der von den Notenbanken nach der Krise ergriffenen außergewöhnlichen Maßnahmen hat dies noch weiter an Bedeutung gewonnen. Zudem sind IRDs wichtig für Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds, die in ferner Zukunft den aus ihren Policen entstehenden Verpflichtungen nachkommen und das aus Transaktionen mit festen und variablen Zinssätzen herrührende Risiko absichern müssen. Im aktienbezogenen Derivatesegment sind finanzielle Gegenparteien ebenfalls sehr aktiv: 62% des gesamten ausstehenden Volumens stammt aus Transaktionen zwischen berichtspflichtigen Händlern und FCs. Angesichts der Phasen erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten in den letzten Jahren kann es kaum überraschen, dass sich finanzielle Gegenparteien mittels aktienbezogener Derivate gegen Volatilitätsrisiken absichern.

Transaktionen nur zwischen Händlern (Inter-Dealer-Geschäfte) machen einen hohen Anteil der Credit Default Swaps (CDS) sowie des Devisen-Segments aus; die jeweiligen Anteile belaufen sich auf 47% bzw. 41% des Nominalvolumens. CDS gehören zu den Produkten, die aufgrund mangelnder Transparenz über die Positionen der Gegenparteien und unzureichender Hinterlegung von Sicherheiten vor der Krise in die Kritik geraten sind. Da bei CDS nicht nur das Risiko eines plötzlichen Ausfalls des Referenzschuldners, sondern aufgrund der folgenden, potenziell hohen Zahlungsverpflichtungen auch das Ausfallrisiko des Sicherungsgebers besteht (jump risk), ist in diesem Segment die Bereitstellung (und Aktualisierung) ausreichender Sicherheiten (Initial Margin und Variation Margin) besonders relevant. Allerdings muss angemerkt werden, dass CDS nur einen kleinen Teil der gesamten OTC-Derivate-Landschaft ausmachen; ihr Anteil an den ausstehenden Volumina beläuft sich auf ca. 3%. Von größerer Bedeutung ist die Tatsache, dass die Händler Market Maker sind (d.h. Liquiditätsanbieter), die selbst Ungleichgewichte in ihren Handelsbüchern absichern müssen. Dies ist ein integraler Bestandteil ihres Geschäftsmodells. Zwar ist aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit von Daten keine tiefer gehende Analyse der Beweggründe der Market Maker möglich; aggregierte Umfragedaten erlauben jedoch einen gewissen Einblick in die Handelsmotive bei OTC-Derivaten. Ca. 73% aller Marktteilnehmer geben Hedging als Grund für ihren Handel mit Derivaten an; 17% Arbitrage und nur 10% Spekulation.

Alles in allem scheint die Vorstellung, dass es sich beim Markt für OTC-Derivate um einen Inter-Dealer-Markt handelt, überzogen zu sein. Die effiziente Umverteilung von Risiken durch Hedging hat wahrscheinlich positive Auswirkungen auf die Kapitalkosten der jeweiligen Unternehmen und deren Investitionsentscheidungen.

\* Die für das Rohstoffderivate-Segment zur Verfügung stehenden Daten unterscheiden lediglich zwischen FCs (einschließlich der Händler) und NFCs.

Originalveröffentlichung in englischer Sprache: 4. Dezember 2015

Autoren:

Orcun Kaya (+49) 69 910-31732

Svenja Frieß

mehr zum Research-Bereich **Banken, Finanzmärkte und Regulierung**  
Aktuelle Kommentare - Archiv

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.