

Europa entdeckt die standardisierten Terminkontrakte

Von Paul Meier

In den späten Sechzigerjahren versuchte das Chicago Board of Trade (CBOT), die Nachbarbörse der Chicago Mercantile Exchange (CME), sein Einflussgebiet zu erweitern. Dabei rückten Optionen auf Aktien in den Mittelpunkt des Geschehens. Obwohl Aktienderivate schon seit langer Zeit gehandelt wurden, waren sie nicht standardisiert, und die Vertragsparteien kauften und verkauften sie stets direkt untereinander. Das verunmöglichte einen effizienten Handel. Es war zwar leicht, die Optionen wieder zu veräußern. Eine eingegangene Short-Position wieder einzudecken, war allerdings sehr schwierig.

Die Standardisierung der Optionen und der Einsatz von Clearing-Häusern eröffneten den Investoren, Market maker und Spekulanten neue Möglichkeiten. Das CBOT benötigte vier Jahre, um die Verträge auszuarbeiten und die regulatorischen Hürden zu beseitigen. Die Tochtergesellschaft Chicago Board Options Exchange (CBOE) wurde ins Leben gerufen. Auch hier waren sich die Mitglieder nicht sicher, ob die neuen Produkte erfolgreich sein würden. Ein weiterer Grund lag im aufsichtsrechtlichen Bereich: Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) regulierte die Futures-Märkte und die Securities and Exchange Commission (SEC) den Aktienhandel.

Die Aufsichtsbehörden betrachteten Aktienoptionen mit Zurückhaltung. Als die CBOE am 26. April 1973 ihre Tätigkeit aufnahm, durfte sie nur Call-Optionen auf 16 Aktien handeln. Erst nach vier Jahren waren auch Put-Optionen erlaubt. Ihr Erfolg ermutigte auch andere Börsen, den Derivathandel aufzunehmen. Es folgte eine Reihe von neuen Listings in kurzen Zeitabständen.

Der schnelle Aufstieg der Aktienderivate blieb nicht unbemerkt. 1977 stoppte die SEC die Expansion des schnell wachsenden Optionenhandels, um den Einfluss auf die Aktienpreise zu untersuchen und die Abläufe zu kontrollieren. Das Moratorium dauerte bis März 1980.

Danach lancierten die Terminbörsen in kurzen Abständen neue Optionen mit dem Draft-Verfahren: Durch dieses Auslösen konnten die Börsen abwechslungsweise die Titel wählen, auf die Optionen gehandelt wurden.

Die SEC entschied, dass dieses Vorgehen den freien Markt einschränke, und verbot das Auslosungsverfahren. Daraufhin entbrannten heftige Diskussionen. Die SEC argumentierte, dass die Plazierung einer Option an verschiedenen Börsenplätzen den Investoren faire Preise garantiere, wogegen der Markt die Meinung vertrat, eine Beschränkung auf nur einen Börsenplatz generiere bessere Preise. Die Diskussionen sind immer noch im Gang.

Einiges spricht für die zweite These. Durch die Aufteilung auf zwei Märkte verringert sich die Liquidität einer Option. Ein hohes Handelsvolumen ist aber der entscheidende Faktor für eine faire Preisbildung. Es mag stimmen, dass eine illiquide Option zu unfairen Preisen führt, doch löst eine weitere Kotierung das Problem nicht.

1975 lancierte das CBOT den ersten Zins-Futures. Interessanterweise bezog sich der Kontrakt nicht auf US-Staatsanleihen (Treasury bonds), sondern auf eine Pfandbriefanleihe des amerikanischen Hypothekarinstituts Ginnie Mae. Es war der erste Futures auf ein nicht real

existierendes Produkt. So konnte ein reger und steter Handel garantiert werden. Futures auf eine spezifische Anleihe wurden von anderen Börsen ohne nennenswerten Erfolg lanciert.

Vater dieser neuen Kategorie von Produkten war Richard L. Sandor, ein Wirtschaftsprofessor an der Universität in Berkeley. Er war nicht nur Theoretiker, sondern auch Spekulant. Er traf Warren Lebeck, seinerzeit Vizepräsident des CBOT, und nach anregenden Diskussionen entwickelten sie gemeinsam die ersten Zins-Futures.

1978 eröffnete sich dem Derivathandel ein neues Gebiet. Durch die Einführung von Energie-Futures rettete sich die New York Mercantile Exchange (Nymex) und etablierte sich rasch als führende Energiebörse. 1981 folgten Futures auf Heizöl, Gas und Rohöl. 1996 führte sie Elektrizitätsderivate ein. Obwohl alle Produkte eine physische Lieferung vorsehen (sogar Elektrizität), war der Anteil der Marktteilnehmer, der Energiekontrakte als Spekulationsobjekte einsetzte, besonders gross.

1978 fanden die ersten standardisierten Finanzderivate ihren Weg nach Europa. In Holland wurde die EOE Optiebeurs gegründet, und am 4. April begann der Handel mit den ersten Aktienoptionen. Lange Zeit war Amsterdam der einzige Ort in Europa, der den Handel mit Derivaten ermöglichte.

Wieso zögerten die anderen Börsen? Eine Erklärung liegt in den Besitzverhältnissen der Handelsplätze. Die amerikanischen, aber auch einige andere Börsen, gehörten den Investoren, sehr oft auch den Händlern selber. Die Eigentümer waren somit in diesem wachsenden Geschäft tätig und sahen sich nicht mit einer grossen Konkurrenz konfrontiert.

In Europa kontrollierten dagegen zur Hauptsache grosse Bankinstitute die Börsenplätze. Sie unterdrückten den Handel mit konkurrenzierenden Produkten, um sich ihre hohen Gebühren zu sichern. Als sich diese Börsen entschieden, in den neuen Geschäftsbereich einzudringen, trafen sie eine kluge Entscheidung: Der Einstieg sollte in Form einer elektronischen Börse erfolgen. Die dazu benötigte Technologie musste noch entwickelt und ausgebaut werden, was den Start dieser Produkte weiter verzögerte.