



Die Errichtung der deutschen Terminbörse im Spannungsfeld von ausländischen Vorbildern und nationaler Vorsicht

Prof. Dr. Dr. h.c. Günter Franke
Universität Konstanz

10. Mai 2012

34. Symposium des Instituts
für bankhistorische Forschung
Berlin



Übersicht

1. Internationale Finanzlandschaft nach dem 2. Weltkrieg
2. Die deutsche Finanzlandschaft nach dem 2. Weltkrieg
3. Der US-amerikanische Finanzmarkt
4. Errichtung der DTB
5. Der Erfolg der DTB
6. Fazit



1. Internationale Finanzlandschaft nach dem 2. Weltkrieg

Weltweit strenge Bankenregulierung im Gefolge der Weltwirtschaftskrise und des 2. Weltkriegs

Gesetze und Bankaufsicht beschränkten Wettbewerb zwischen Banken, um Finanzkrisen zu verhindern

Bretton Woods: feste Wechselkurse, um Risiken im internationalen Finanzsystem niedrig zu halten

(damals wie bei Einführung des Euro nicht erkannt, dass Wechselkursrisiken nicht exogen, sondern endogen durch andere Risikofaktoren erzeugt werden. Werden nicht durch feste Wechselkurse unterdrückt, sondern finden andere Ventile)



- US Handelsbilanzdefizite bereits in 50 er Jahren
- unerwünschte Effekte von Ausgangsregulierung triggern weitere Regulierungen, z.B. Regulation Q der USA (Zinsobergrenze für Einlagen)
- Ausweichreaktionen der Investoren und Banken
- Offshore-Märkte und International Banking Facilities
London zog durch großzügige Sonderregelungen viel Geschäft an
New York und Tokyo folgten
- Unterschiedliche Regulierungen und schwierige internationale Kommunikation motivierten Großbanken, an großen Finanzplätzen präsent zu sein (internationale Arbitrage)



1973 Zusammenbruch des Bretton Woods Systems

→ hohe Zins- und Wechselkursrisiken

1973 1. Ölpreisschock

1978 2. Ölpreisschock

→ enorme Geldbeträge aus Ölgeschäft mussten rezykliert werden

→ starke Zunahme des internationalen Bankgeschäfts

→ hohe Ausfallrisiken lösten internationale Schuldenkrise 1982 aus



	1980	1982	1984	1986	1988	1990
A Grenzüberschreitende Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken	770	1095	1265	1770	2390	3350
B Internat. Anleihefinanzierung	203	267	404	671	1085	1473
C Euro-Note Plazierungen	–	–	6	29	72	111
Internationale Finanzierung insgesamt	973	1362	1675	2470	3547	4934
Anteil der verbrieften Kredite (B+C)/(A+B+C) in v. H.	21	20	24	28	33	32

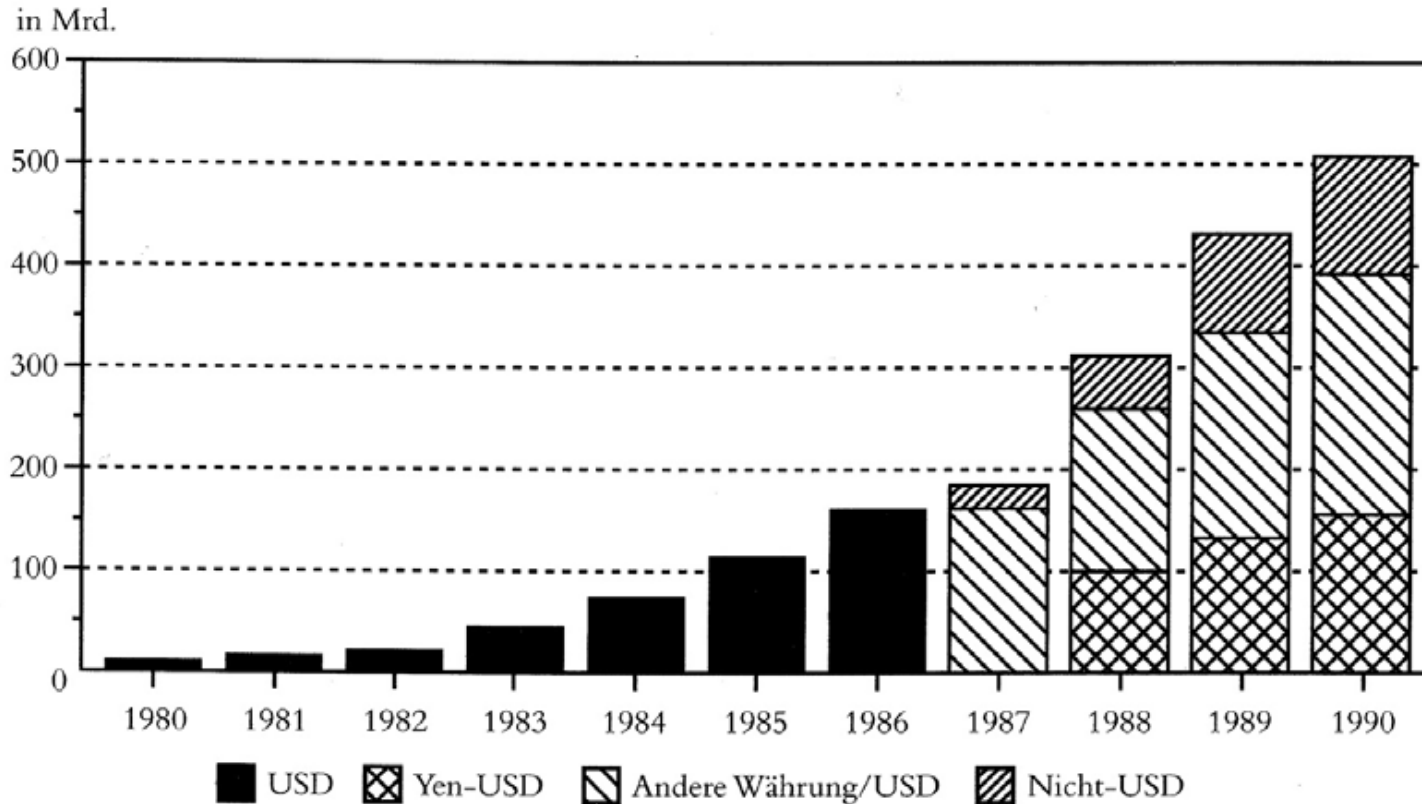
Quelle: 61. Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Basel 1991, S. 132 sowie vorangehende Jahresberichte

Tab. 63: Jahresendbestände der internationalen Finanzierung (in Milliarden US-\$) sowie Anteile der verbrieften Kredite in v. H.

Hohe Risiken → hoher Bedarf an Hedging

→ Anreiz zur Spekulation

→ enormes Wachstum von Währungsswaps



Quelle: International Swap Dealers Association (ISDA)

Abb. 60: Wahrungsswaps (ausstehendes Volumen in US-\$ Mrd.)

→ große Zahl von Finanzinnovationen, zahlreiche mit kurzer Lebensdauer (Corkish/Holland/Vila 1997)



Die deutsche Finanzlandschaft nach dem 2. Weltkrieg

Nach Währungsreform **Interessenharmonie** zwischen Banken,
Deutsche Bundesbank (zunächst Bank deutscher Länder) und
Bankaufsicht:

Stärkung der Banken durch *Wettbewerbsbeschränkungen*

Ausnahmen für Banken im Gesetz gegen Wettbewerbs-
beschränkungen

Insbesondere Regulierung der Soll- und Habenzinsen.
Wurde oft unterlaufen.

1967 Ende der Zinsregulierung



1968 Abschirmung des deutschen Finanzmarktes gegen internationalen Finanzmarkt durch *Verankerungsprinzip*: DM-Auslandsanleihen nur in Deutschland unter Führung deutscher Banken emittieren

1985 Abschaffung des Verankerungsprinzips

Bundesbank gegen

variabel verzinsliche Anleihen 1974

DM CDs 1979

Zerobonds 1982

Erlaubnis dieser Instrumente 1985/86

DM-Geldmarktfonds erst 1994 zugelassen



Bundesbank verhinderte lange moderne Finanzinstrumente

Bundesbank unter Druck

durch liberale EG-Vorschriften

durch Auslandsgeschäft deutscher Banken

→ Deutsche Banken Universalbanken auf dem Papier, aber
wenig Kapitalmarktgeschäft

Fremdfinanzierung von Unternehmen vor allem durch Bankkredite,
durch Schuldscheindarlehen
weniger durch Anleihen (höhere Transaktionskosten).



Optionen und Terminkontrakte im Deutschen Reich gehandelt,
im Dritten Reich verboten
erst 1969 wieder Optionshandel an deutschen Börsen
Mitte der 70er Jahre Optionshandel auf marktweite
deutsche Aktien im Amtlichen Handel
(rechtliche Unsicherheiten durch Termin- und Differenz-
einwand, *Heinsius* 1988)

Insgesamt bis Mitte der 80er Jahre wenig Handel von
Finanzderivaten an deutschen Börsen

Mitarbeiter deutscher Banken kaum ausgebildet in
Finanzderivaten



3. Der US-amerikanische Finanzmarkt

Glass Steagall Act etablierte 1933 Trennbankensystem in USA.

→ Trennung von Commercial und Investment Banks

→ Wettbewerb zwischen beiden Bankengruppen zwang Investment Banks, Kapitalmarktgeschäft als Geschäftsmodell auszubauen

Anteil verbriefter Kredite in USA seit langem etwa 50 %

Marktorientierung in USA viel stärker als in Deutschland mit Bankorientierung

Turbulenzen an Finanzmärkten seit 1970 führten zu starkem Anstieg von Futures Handel

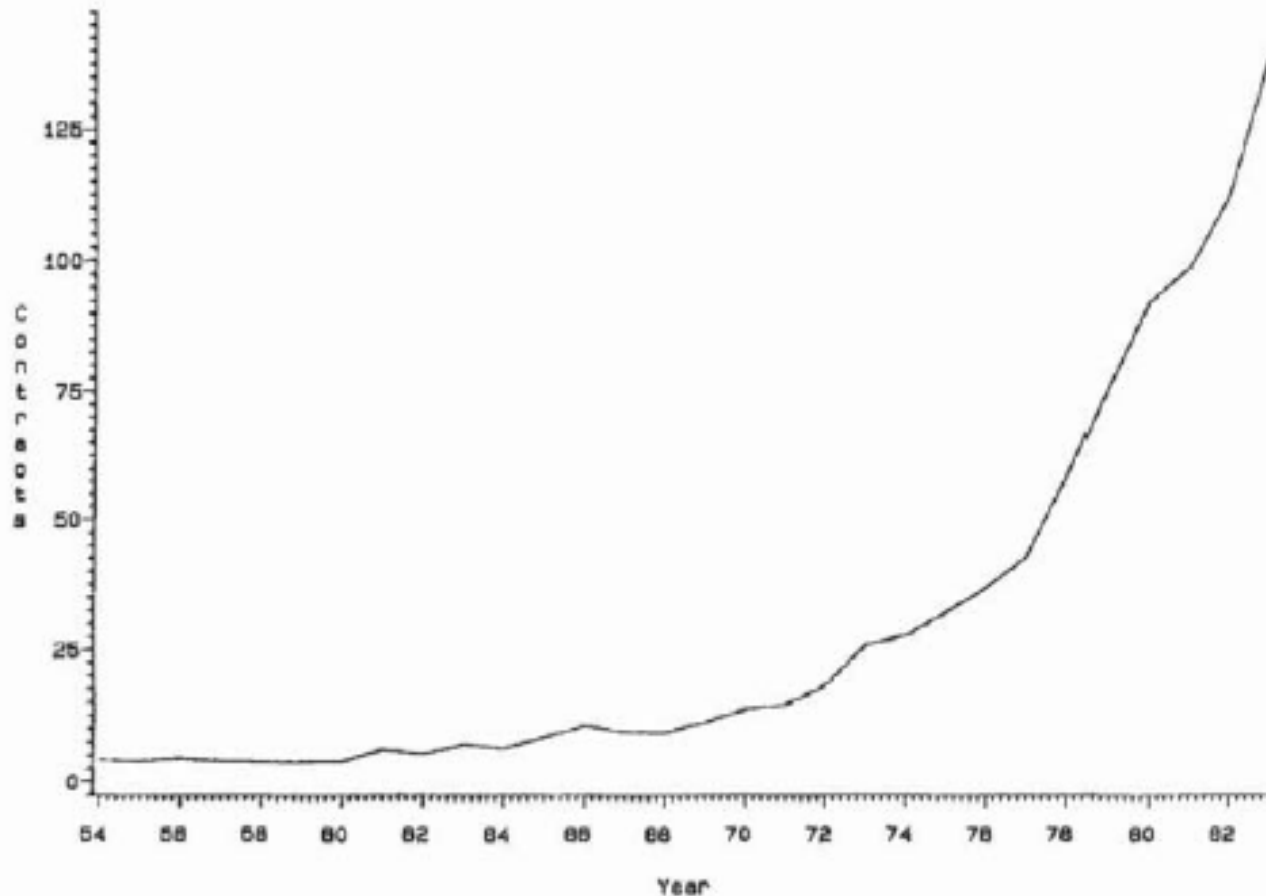


Figure 4
Volume of futures contracts (millions), (1954-1983)



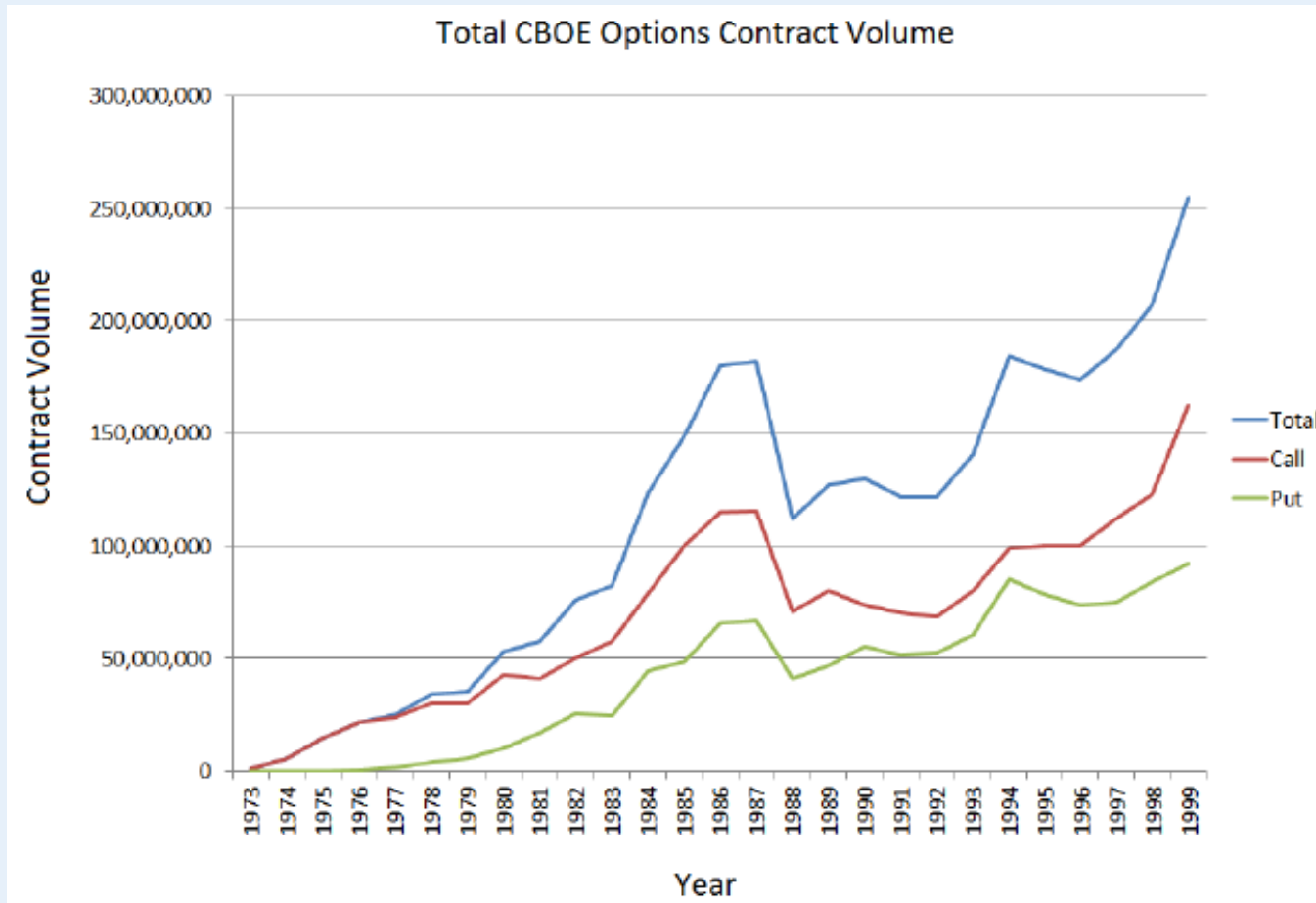
	1970	1980	1983
<i>Anteil von Financial Futures am Futures-Handel</i>	- %	16 %	38 %

Quelle: Carlton 1984

CBOE startete Handel von Finanz-Calls 1973, Finanz-Puts 1977



Optionshandel an CBOE von 1973 – 1999





Weiterer wichtiger Einflussfaktor für Optionshandel:

Entwicklung des *Black-Scholes Modells* Anfang der 70 er Jahre

Erstes theoretisch geschlossenes Modell zur Optionsbewertung

Trotz strikter Annahmen wurde Modell schnell von US-Banken rezipiert.

Leicht anwendbar, weil nur Volatilität geschätzt werden muss.



- klare Orientierung für Optionsbewertung
- weniger Bewertungsfehler
- verlässlichere Strategien
für Handel von Underlying gegen Optionen
Hedgen von Risiken
- aktiver Handel und Modell erleichterten Banken, Kunden
individuell zugeschnittene Risikopositionen anzubieten und
sich über liquide Futures und Optionen zu hedgen



4. Errichtung der DTB

Großbritannien: Finanzmarkt bereits in 70er Jahren liberalisiert

LIFFE startete Handel in Finanzderivaten 1982

1986 Big Bang in London

London zog viel Handel an sich

In 80er Jahren entstanden zahlreiche Financial Futures-Börsen



Überblick über die wichtigsten Financial Futures-Börsen 1991

Land	Börse	Börsen- art*	gehandelte Kontrakte*
Australien	Sidney Futures Exchange (SFE)	H	A W Z
Brasilien	Bolsa Mercantil & de Futuros (BM & F)	H	W Z
	Bolsa de Mercadorias de Sao Paulo	H	W
Dänemark	Garantiefonden for Danish Options og Futures (GFDOF)	C	A Z
Deutschland	Deutsche Terminbörse (DTB)	C	A Z
Frankreich	Marché à Terme d'Instruments Financiers (MATIF)	H	A Z
Groß- britannien	London International Financial Futures Exchange (LIFFE)	H	A W Z
	London Traded Option Market (LTOM)	H	A W Z
	Irish Futures and Options Exchange (IFOX)	H	W Z
Hong Kong	Hong Kong Futures Exchange (HKFE)	H	A
Japan	Tokio Stock Exchange (TSE)	C	A Z
	Osaka Stock Exchange (OSE)	C	A
	Tokio International Financial Futures Exchange (TIFFE)	C	W Z



Kanada	Montreal Stock Exchange (ME)	H	Z
	Toronto Futures Exchange (TFE)	H	A W Z
	Vancouver Stock Exchange (VSE)	H	W
Neuseeland	New Zealand Futures Exchange (NZFE)	C	A W Z
Niederlande	Financial Futures Market Amsterdam (FFMA)	H	A
	European Options Exchange (EOE)	H	A W Z
Schweden	Stockholm Options Market (OM)	C	A Z
Schweiz	Swiss Options and Financial Futures Market (SOFFEX)	C	A Z
Singapur	Singapur Monetary Exchange (SIMEX)	H	A W Z
USA	American Stock Exchange (AMEX)	H	A Z
	Chicago Mercantile Exchange (CME)	H	A W Z
	Chicago Board of Trade (CBOT)	H	Z
	Chicago Board of Options Exchange (CBOE)	H	A Z
	Mid America Commodity Exchange (MidAm)	H	W
	Financial Instruments Exchange (FINEX)	H	W
	New York Futures Exchange (NYFE)	H	A
	Kansas City Board of Trade (KCBT)	H	A
	Pacific Stock Exchange (PSE)	H	A
Philadelphia Board of Trade (PBOT)	H	A W	

* Abkürzungen: A = Aktienindexfuture, C = Computerbörse, H = Handels(Market Maker)börse
 W = Währungsfuture, Z = Zinsfuture

*Quelle:
 Hielscher
 1993*



Vorbereitungen für Errichtung der DTB starteten 1985, getragen vor allem von 5 Großbanken, die selbst an ausländischen Standorten mit Tochtergesellschaften vertreten waren (*Schmidt 1990*)

1988 DTB als GmbH gegründet,
nicht öffentlich-rechtliche Anstalt,
→ weg von „Gemeinwohl“ zu Gewinnorientierung
Erster Handel im Januar 1990

Neues Geschäftsmodell:

vollautomatisierter Handel mit Clearing-House

Erste Terminbörse mit ähnlichem Modell:

SOFFEX im Frühjahr 1988



Wichtige Vorteile des automatischen Handels und automatischen Clearings:

- 1) Geringere Transaktionskosten
Börse berechnet geringere Gebühren
Präsenz von Händlern an Börse erübrigt
- 2) Regulatorische Absprachen mit Ausland ermöglichten
Aufstellen von Terminals im Ausland (*Schmidt 2002*)
1993 erstmalig in Amsterdam
1996 erste Terminals in USA



- 3) Sofortige Publikation des Marktgeschehens
→ bessere Transparenz
- 4) Börse kann Einblick in Orderbuch gewähren
Besonders wichtig in informationsschwachen Zeiten
(*Franke/Hess 2000*)
- 5) Für Finanztitel mit schwacher Liquidität Betreuer, die Geld- und Briefkurse stellen
Anfangs wenig wirksam, da Geld-Briefspannen sehr hoch
Daher beschränkte Börse Spannen



5. Der Erfolg der DTB

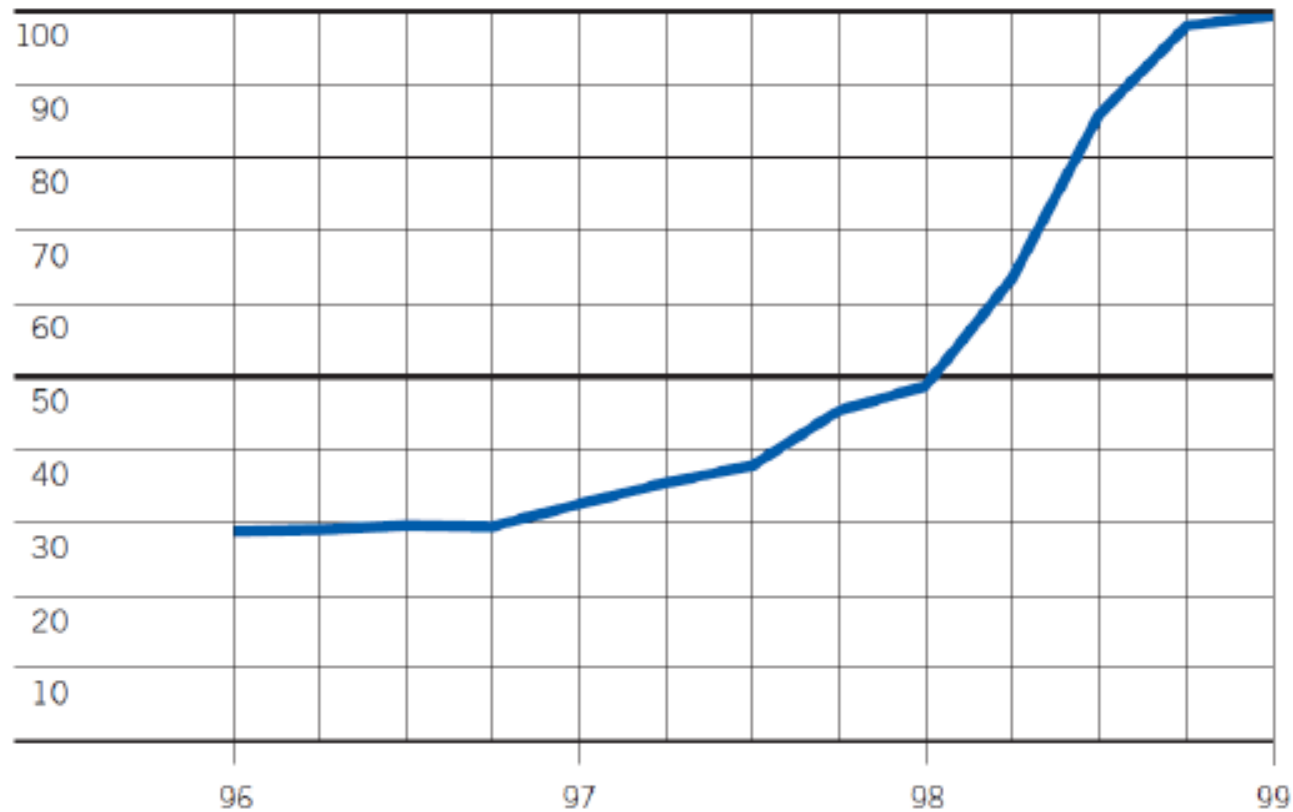
Durchschlagender Erfolg der DTB

Besonders deutlich bei Bund-Future Handel, Flaggschiff der LIFFE 1990.

1998 LIFFE stellt Bund-Future Handel ein.



Entwicklung des Eurex-Marktanteils im BUND-Future 1996–1998 (in Prozent)



Quelle: Geschäftsbericht 1998 Gruppe Deutsche Börse



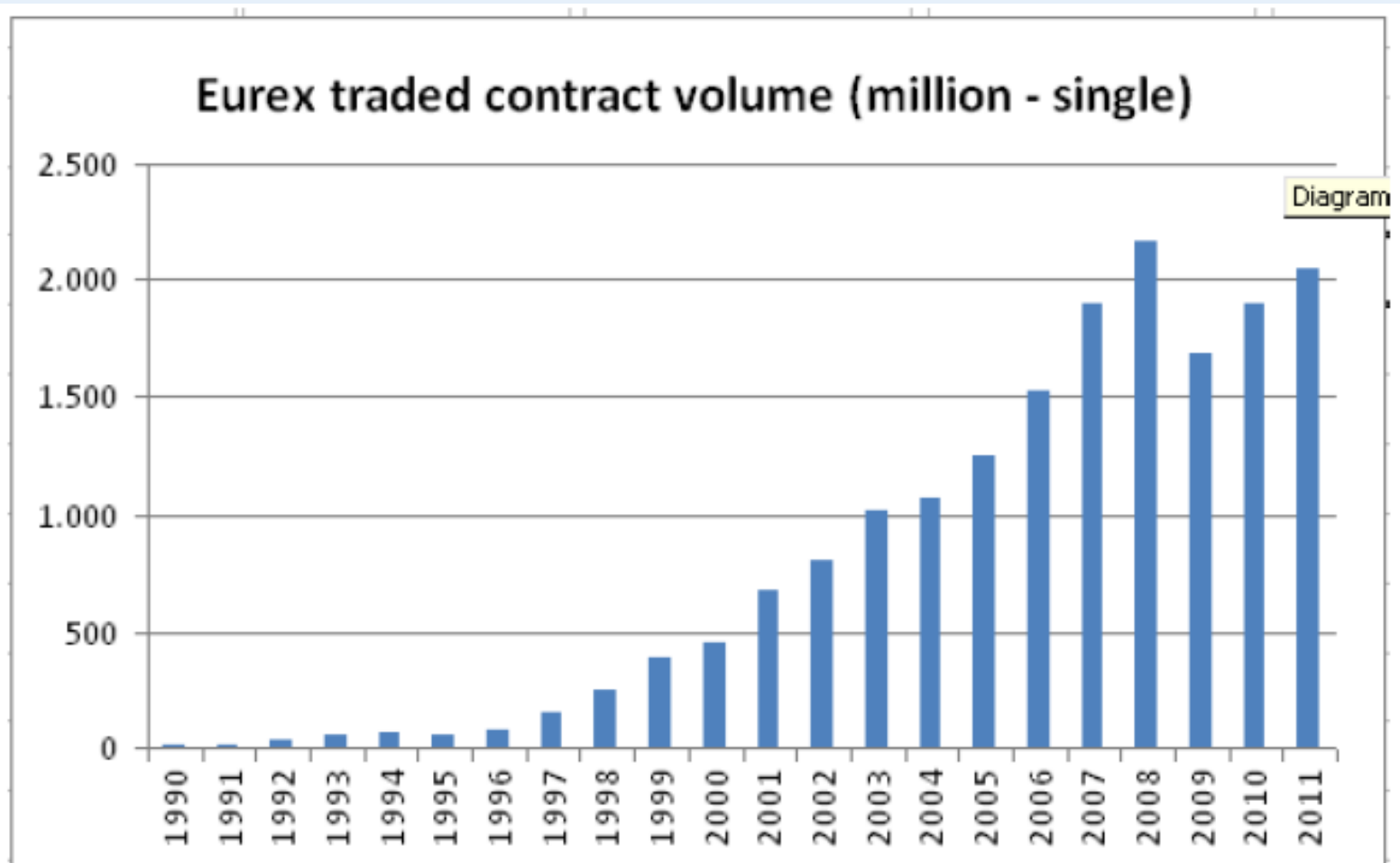
DTB schon im 1. Geschäftsjahr hoch profitabel

1996 Zusammenschluss von DTB und Soffex

1998 zweitstärkste Terminbörse im Umsatz nach CBoT.



Eurex traded contract volume (million - single)





share of Eurex total

	Index	Equity	Interest Rate
1990	1%	98%	1%
1991	21%	61%	17%
1992	50%	29%	22%
1993	51%	24%	25%
1994	48%	17%	35%
1995	50%	15%	35%
1996*	41%	13%	46%
1997	29%	28%	42%
1998	18%	25%	57%
1999	17%	17%	66%
2000	17%	20%	64%
2001	20%	20%	61%
2002	26%	18%	56%
2003	26%	19%	55%
2004	26%	20%	54%
2005	27%	21%	53%
2006	32%	20%	48%
2007	40%	20%	41%
2008	47%	22%	30%
2009	47%	25%	28%
2010	43%	27%	30%
2011	47%	22%	31%



Enormer Erfolg der DTB trug Ende des letzten Jahrhunderts zu vielen Entwicklungen bei:

- Ablösung des Präsenzhandels durch elektronischen Handel vielerorts
- Zahlreiche Zusammenschlüsse von Börsen, da Standort unwichtig geworden und Wettbewerb verschärft
- Große Anbieter starteten eigene elektronische Handelsplattformen
- Entwicklung des Algorithmic Trading, macht heute an einigen Börsen zeitweise mehr als 70 % vom Umsatz
(*Hendershott/James/Menkveld 2011*)



Heutige Position der EUREX

Tabellen geben Zahl gehandelter Kontrakte (mio) an, global und an EUREX

Options		Single stocks	Stock indices	ETFs	STIR	LTIR
global	2008	3374	3869	955	397	78
Eurex		197	120	n.a.	n.a.	14
global	2009	3441	4062	1060	361	52
Eurex		146	96	n.a.	n.a.	10

n.a. = keine Angabe

STIR = short term interest rate

LTIR = long term interest rate



Futures		Single stocks	Stock indices	ETFs	STIR	LTIR
global	2008	501	1928	n.a.	1006	896
Eurex		n.a.	439	n.a.	n.a.	536
global	2009	302	1620	n.a.	795	636
Eurex		n.a.	336	n.a.	n.a.	383

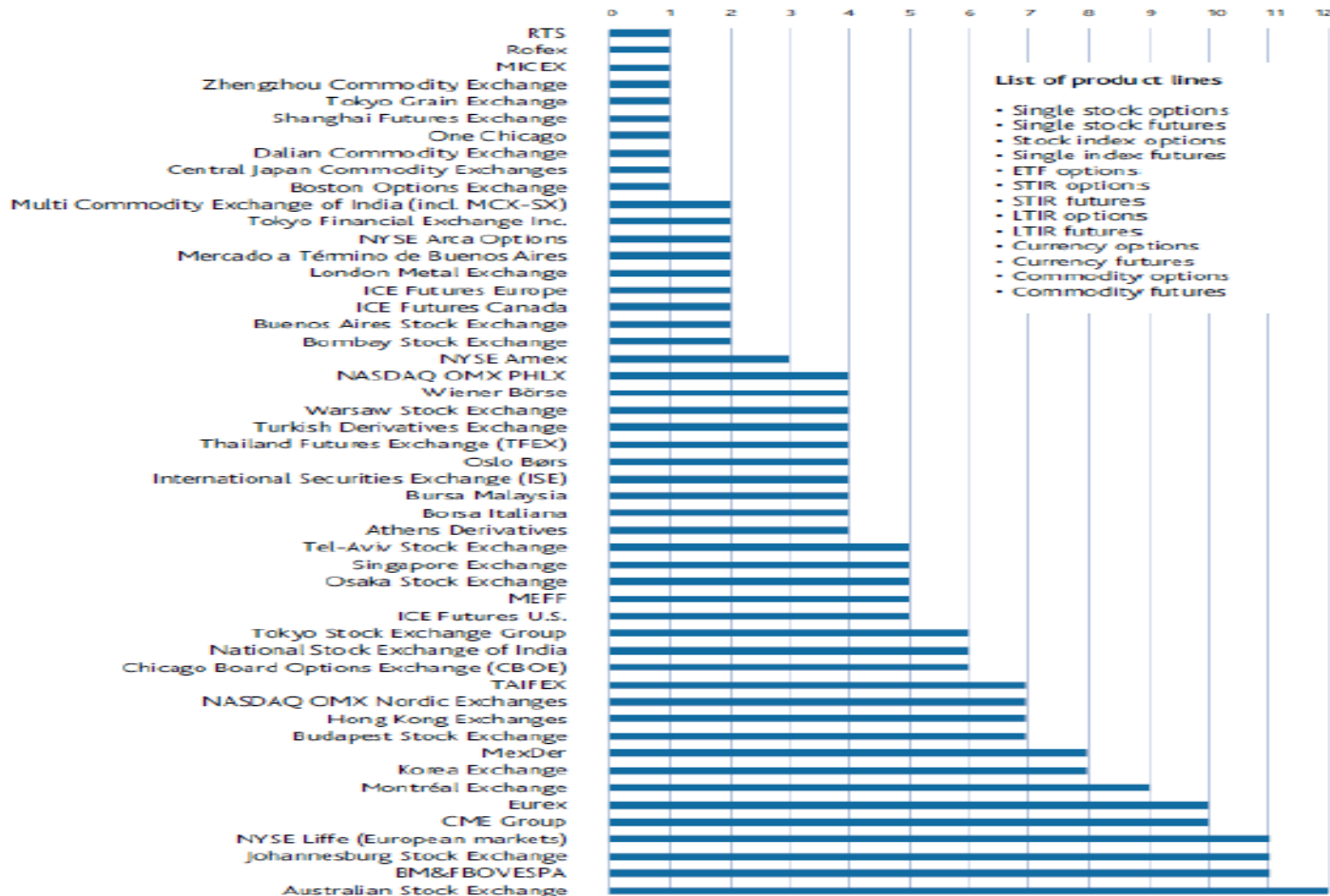
Quelle: International Options Market Associations Report August 2010

EUREX: starke Position in Derivaten auf Aktienkursindizes und auf langfristige Zinskontrakte



Number of product lines

August 2010





6. Fazit

Gründung der DTB relativ spät

infolge schwachen Banken-Wettbewerbs in Deutschland

konservativer Notenbankpolitik

getrieben durch

hohe Risiken in Finanzmärkten

Erfolg der Chicagoer Börsen und der LIFFE

zahlreiche Gründungen von Terminbörsen weltweit in

80er Jahren

Innovative Finanzmathematik

Erfolg der DTB durch vollautomatischen Handel

Wettbewerbsorientierung

Ständige Verbesserung

Produktinnovationen



Festigung der Position durch Clearing von OTC-Kontakten

Sicherung der Position durch Zusammenschlüsse?

Kein Patentschutz im elektronischen Handel