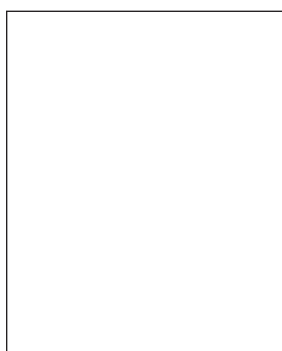


FUTOP i et strategisk perspektiv

af informationschef, cand. polit., **Peter Belling**, Garantifonden for Danske Optioner og Futures



Peter Belling

Det danske marked for futures og optioner, FUTOP-markedet, står over for store udfordringer de kommende år. Rundt om i Europa samles kræfterne nationalt ved sammenlægninger af børser og clearinghuse, og på den internationale front samles kræfterne i form af alliancer. Virkeliggørelsen af investeringsservicedirektivet og implementeringen af en fælles valuta for store dele af Europa kan indebære de største ændringer på det europæiske børsmarked, der hidtil er set. I Danmark er det første forberedende skridt til den nye verden taget ved sammenlægningen af Garantifonden for Danske Optioner og Futures med Københavns Fondsbørs A/S.

Udgangspunktet

Det danske værdipapirmarked etablerede sig allerede sidst i 80'erne som bannerfører på teknologifronten. Værdipapircentralen blev oprettet for, at obligationer og aktier kunne registreres og afvikles elektronisk. Københavns Fondsbørs overgik til elektronisk handel. Nationalbanken understøttede værdipapirmarkedet med elektronisk betalingsformidling. Sigtet med disse teknologiske tigerspring var at tilbyde værdipapirhandlere og deres kunder sikre og omkostningseffektive faciliteter til handel, registrering og afvikling.

Det var derfor oplagt, at FUTOP-markedet teknologisk fulgte i samme fodspor. Garantifonden for Danske Optioner og Futures blev stiftet i sommeren 1987 som clearinghus for futures og optionshandelen. Københavns

Fondsbørs blev med sine teknologisk avancerede elektroniske handelssystemer og med sit på daværende tidspunkt børsmopol den officielle handelsplads. Danmarks Nationalbank blev FUTOP-markedets clearingbank for dels at udnytte den allerede eksisterende clearingfunktion pengeinstitutterne og børs-mæglerselskaberne imellem, dels at overflødigiggøre enhver diskussion af modpartsrisici på clearing- og sikkerhedsstillelseskonti.

Såvel driften af Københavns Fondsbørs handelssystemer som Garantifondens clearingsystem varetages af Værdipapircentralen. Værdipapircentralen står endvidere for den danske finansielle motervej, VP-netværket, der muliggør en hurtig og effektiv kommunikation blandt såvel de centrale institutioner som værdipapirhandlerne.

På tilsynssiden kom Garantifonden under det danske enhedstilsyn Finanstilsynets do-

måne. Det danske enhedstilsyn misundes af mange udenlandske derivatmarkeder, hvor flere tilsyn ofte har indflydelse på forholdene, med deraf følgende muligheder for manglende koordination og effektivitet.

Brugen af den megen elektronik og integration sigter på at effektivisere og billiggøre handels-, registrerings- og clearingvirksomheden for at sikre et konkurrencedygtigt værdipapir- og derivatmarked ikke kun i relation til de centrale institutioner, men især for de tilsluttede værdipapirhandlere og deres kunder.

De fortsat stigende krav om billiggørelse og effektivisering centralt som decentralt foranlediget af en stadig mere skærpet international konkurrence medfører fortsatte overvejelser om mere effektive og automatiserede edb-løsninger.

Investorenes tryghed i centrum

Allerede i planlægningen af det danske FUTOP-markedet blev det fra ministeriets side lagt væk på, at investorenes FUTOP-kontrakter blev omgærdet med en forbilledlig garantiordning. Det er nok næppe overdrevet at sige, at investorer på FUTOP-markedet har en af verdens bedste garantiordninger i ryggen, når deres handel er blevet registreret i Garantifonden.

Efter at investor har indgået en handel med en af de tilsluttede værdipapirhandlere indrapporterer værdipapirhandleren kontrakten til Garantifonden inden for en rapporteringsfrist på 15 minutter. Garantifonden kontrollerer i Danmarks Nationalbank og evt. i værdipapirhandlerens sikkerhedsdepot, at værdipapirhandleren har stillet tilstrækkelig sikkerhed for det ændrede sikkerhedskrav på hans egenposition og på kundens position. Opfylder sikkerhedsstillelsen kravet, får investor Garantifonden som direkte modpart i kontrakten, og Garantifonden udsteder elek-

tronisk et kontraktnummer som kvittering for registreringen. Investor kan derfor få minutter efter, at handelen er indgået, få oplyst handelskontraktnummer og dermed være sikker på at have handlet et ”guldrandet“ papir. Eventuel sikkerhedsstillelse og betalinger i kontraktens løbetid varetages af investors værdipapirhandler (administrator) vis a vis Garantifonden.

Skal investor stille sikkerhed for kontrakten, vil Garantifonden garantere sikkerhedsstillelsen svarende til det beregnede sikkerhedskrav. Garantifonden garanterer alene den kontante sikkerhedsstillelse, idet sikkerhedsstillelse i form af korrekt etablerede værdipapirdepoter vil være dækket som separatist i henhold til dansk lovgivning, hvorfor investor altid vil få sine værdipapirdepoter tilbage (mod betaling af skyldige beløb).

Foruden denne omfattende garanti med hensyn til kontraktfuldførelse og sikkerhedsstillelse tilbyder Garantifonden investorerne serviceydelser af kontrolmæssig karakter.

Garantifonden tilbyder investorer at sende kontraktbekræftelser direkte fra Garantifonden til investor. Kontraktbekræftelserne udfærdiges samme dag, som kontrakten registreres.

Garantifonden tilbyder endvidere investorerne ”controller-breve“, som indeholder en opgørelse af kundens aktuelle positioner og sendes periodisk – foruden på tilfældigt udvalgte dage for at undgå forudsigelighed i den modtagende organisation – direkte fra Garantifonden til en adressat, som kunden selv specificerer – eksempelvis direktionen eller revisionen.

Den konstante fokus på sikkerhedsaspektet ved futures- og optionshandel for såvel de tilsluttede værdipapirhandlere som deres kunder har indebåret, at FUTOP-markedet, som et af de få markeder, lever op til de væsentligste rekommandationer, som Futures Industri Association fremsatte i kølvandet på Baring-skandalen.

Risici ved FUTOP-, OTC-derivat- og værdipapirhandel

For at sætte betydningen af sikkerheden ved handel med FUTOP-kontrakter i relief kan FUTOP-kontrakternes risici sammenlignes med OTC-derivatkontrakter¹⁾ og almindelig handel med værdipapirer i Danmark.

Kursrisici eksisterer for alle typer værdipapirer. Derivater kan anvendes som afdækningsinstrumenter, men kan også anvendes spekulativt. For derivater, der anvendes spekulativt, vil investors kursrisici målt pr. investeret krone kunne vælges at blive ganske betydelig, som følge af det ofte begrænsede kontante udlæg, som denne type instrumenter kræver. Samme effekt kan dog ofte opnås ved værdipapirkøb for lånte penge (gearing).

Modpartsrisici optræder i forbindelse med afregning af såvel FUTOP- som OTC-derivat- og værdipapirhandler. Ved FUTOP-handler har kunden én central garantiinstitution (Garantifonden) som modpart, der garanterer kontraktens udførelse uafhængigt af den værdipapirhandler, som kunden har indgået kontrakten med. Garantifonden garanterer foruden kontraktfuldførelse kundernes sikkerhedsstillelse, jf. tidligere. Ved OTC-derivathandel har kunden den fulde modpartsrisiko på værdipapirhandleren i hele kontraktens løbetid. Dette gælder for såvel (gevinsten på) kontrakten som på sikkerhedsstillelsen. Ved værdipapirhandel bærer kunden modpartsrisikoen på værdipapirhandleren i afviklingsperioden (normalt 3 dage). Modpartsrisikoen for FUTOP-handler må derfor anses som begrænset i forhold til OTC- og selv værdipapirhandler.

FUTOP-kontrakter er børsnoterede, hvorfor prisinformation og markedets gennemsigtighed (transparens) er på samme niveau som for

¹⁾ Ved handel med OTC-derivater forstås handel med afledte instrumenter, der ikke er børsnoterede eller garanterede af et clearinghus.

øvrige børsnoterede instrumenter. Foruden Københavns Fondsbørs' regulering af børsmarkedet, og dermed FUTOP-markedet, regulerer Garantifondens regelsæt indberetningen og afviklingen (afregningen) af FUTOP-kontrakterne. På dette område er FUTOP-markedet meget lig værdipapirmarkedet med børsnotering og afvikling via Værdipapircentralen, hvorimod OTC-derivatmarkedet ikke har samme gennemsigtighedsniveau eller er omfattet af en tilsvarende regulering.

Handel med derivater har i forbindelse med Baring-sagen været kritiseret for, at uautoriseret handel kan være svær at spore, som følge af disse instrumenters ringe likviditetskrav. ("Kontrakter kan ligge gemt i skrivebordsskuffen"). Kort tid efter Baring-skandalen blev det afsløret, at en større japansk banks' New York afdeling led et tab af tilsvarende størrelse ved spekulation i AAA-ratede obligationer og slap afsted med at dække over tabet i længere tid. En bank, der var under tilsyn af såvel amerikanske som japanske myndigheder.

Såvel derivat- som almindelig værdipapir- eller valutahandel kræver kontrol- og rapporteringsrutiner til sikring mod misbrug. For de fleste børsnoterede derivater vil der typisk være forbundet flere betalinger i kontraktens løbetid og ikke kun én betaling, når kontrakten udløber, som det ofte er tilfældet med OTC-kontrakter. Kundens kontrolinstanser vil med andre ord modtage signaler i form af løbende betalinger, som, hvis de ikke kan forklares ud fra de registrerede beholdninger, bør give grund til mistanke.

En af udløberne af Baring-sagen bliver nok, at børsmarkederne og deres clearinghuse de kommende år vil implementere flere kontrolfaciliteter, som stilles til rådighed for de tilsluttede værdipapirhandlere og deres kunder. På dette område er FUTOP-markedet allerede langt fremme med udsendelse af kontraktbekræftelser og controllerbreve direkte fra clearingcentralen til investor.

Det danske instrumentarium

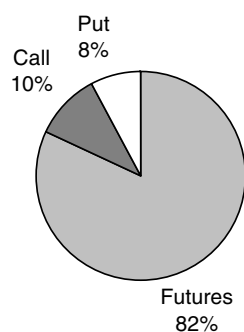
FUTOP-markedet har i international sammenhæng et omfattende udbud af nationale instrumenter:

- futures og optioner på lange statslån
- futures på mellemlange statslån
- futures på lange realkreditobligationer
- futures på 3 måneders CIBOR
- futures og optioner på aktieindekset KFX
- optioner på 9 danske aktier
- futures på 3 danske aktier.

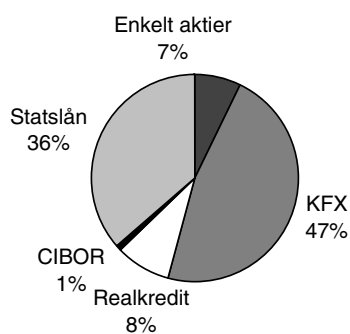
FUTOP-omsætningen fordelt på kontrakttype og underliggende aktiv er vist i figur 1.

Figur 1.

Kontrakttype



Underliggende arkiv



Note: Omsætningen er opgjort i antal kontrakter for perioden januar 1996 - september 1996.

Markedet domineres omsætningsmæssigt af futures af de ”klassiske“-instrumenter, futures og optioner på aktieindeks og lange statslån. 82% af handelen er futuresbaseret og 83%

sker i futures og optioner på statslån eller KFX.

Indtil juni 1996 blev samtlige kontrakter kontantafregnede. Kontantafregningen indebærer, at investor ikke vil være forpligtet til at købe eller sælge de underliggende aktiver, når kontrakterne udløber. Investor vil alene skulle afregne eventuel gevinst eller tab (differenceafregning) på udløb.

I juni 1996 indførte Garantifonden levering ved udløb af de underliggende aktiver for futures og optioner på danske statslån. Produktændringen skete efter markedsønske fra især udenlandske investorer, som ønskede leveringsmulighed i lighed med kontrakter de fleste andre steder i verden.

Tilpasning til ”international standard“ har været et gennemgående tema ved nyudvikling og tilpasninger af instrumentariet gennem tiden. Eksempelvis er udløbsdage for statslånsinstrumenterne og aktieinstrumenterne tilpasset tilsvarende udenlandske kontrakter for her igennem at give mulighed for spændforretninger med minimal risiko for, at spændet vil udvikle sig uforudset som følge af forskellig løbetid for de to kontrakter (basis-mismatch).

Investorerne indgår FUTOP-kontrakter under Garantifondens regelsæt. Dette indebærer blandt andet, at sikkerhedskravet for kontrakterne beregnes på et præcist og likviditetsbesparende risikobaseret marginsystem.

Kundernes frie valg til at handle og finde de bedste priser i markedet understøttes af en fuldt ud automatiseret give-up facilitet i Garantifondens clearingsystem. Dette indebærer, at kunden kan aftale med den værdipapirhandler, som administrerer hans konti (administrator), at han kan handle med alle tilsluttede værdipapirhandlere, men alene lade afviklingen foregå hos administrator. Herved sikres ikke blot, at kunden opnår de bedste priser og den enkleste og mest likviditetsbesparende afvikling af kontrakterne, men også maksimal marginmæssig modregning mellem kontrakterne.

Strategiske initiativer

Garantifonden for Danske Optioner og Futures sammenlægges med Københavns Fondsbørs A/S. Sammenlægningen vil finde sted i løbet af 1. kvartal 1997 med virkning fra 1. januar 1997.

Formålet med sammenlægningen er at skabe en fælles strategisk platform for de kommende års virke i det nye europæiske værdipapirmarked, som vil blive et resultat af investerings servicedirektivets virkeliggørelse.

På det korte sigt vil sammenlægningen indebære mulighed for at opnå synergi- og stordriftsfordele i udførelsen af de to organisationers opgaver på det danske værdipapirmarked.

Markedsføringen og produktudviklingen i FUTOP-markedet, som tidligere blev varetaget af Garantifonden, vil naturligt blive en del af den samlede markedsføring og udvikling af børsmarkedet, og investorer og værdipapirhandlere vil fremover kun skulle henvende sig et sted for at få information om FUTOP-markedet, nemlig på den officielle handelsplads, København Fondsbørs.

På det længere sigt kan sammenlægningen vise sig at være afgørende for FUTOP-markedets fremtid.

Internationale tendenser

I de senere år er der i flere lande sket sammenlægninger af børser og/eller clearinghuse.

Den mest omfattende sammenlægning er sket i Tyskland, hvor de regionale børser, den tyske derivatbørs Deutsche Termins Börse (DTB) foruden værdipapircentralen (Deutsche Kassen Verein) blev sammenlagt til Deutsche Börse. I Schweiz blev de regionale børser og derivatbørsen SOFFEX sammenlagt, og i Holland foregår forhandlinger om en sammenlægning af derivatbørsen EOE med tilhørende clearinghus med Amsterdambørsen. I England koncentrerer derivathan-

delen fortsat på derivatbørsen LIFFE, hvor optionsmarkedet fra London Stock Exchange for nogle år siden blev overført, og i dag er en sammenlægning af råvarederivatbørsen LME og LIFFE ved at finde sted.

Sigtet med disse sammenlægninger er at realisere så mange synergi- og stordriftsfordele som muligt samt at skabe store konkurrence- og forhandlingsstærke enheder til den fortsatte intensiverede konkurrencesituation. En konkurrencesituation, som er blevet kraftigt accelereret af udsigterne til en fælles valuta i store dele af EU, med de deraf alvorlige konsekvenser for prisdannelsen på de nationale rentemarkeder.

Værdipapir- og derivatindustrien har i høj grad mulighed for at udnytte stordriftsfordele via edb-teknologien.

Udviklingen af nye handelssystemer med tilhørende hjælpe- og suppleringsystemer kræver store investeringer. Mange hundrede millioner kroner er ikke unormalt for blot et nyt eller ajourført handelssystem. Omkostninger ved børser og clearingvirksomhed er fortrinsvis faste omkostninger til edb-installationer. En fordobling af omsætningen vil kun indebære få meromkostninger, hvorfor der er et kraftigt incitament til sammenlægninger for at kunne udnytte stordriftsfordele. For de værdipapirhandlere, som handler på børserne, vil der tilsvarende være stordriftsfordele ved at få reduceret antallet af forskellige edb-installationer, som er nødvendige for at kunne handle på de enkelte markeder, antallet af aftaler, og antallet af forskellige sikkerhedsstillelser i diverse clearinghuse m.v.

Sammenlægninger og rationaliseringer har en god chance for at blive gennemført på et nationalt plan. Dette skyldes formentlig, at den stadig stigende koncentrationstendens i banksektoren, som har en meget høj grad af indflydelse på eller ejerskab af de nationale børser, muliggør en realisering af fordelene.

Omend der kan argumenteres for, at de

samme fordele vil være gældende ved sammenlægninger på et internationalt plan, er disse af gode grunde noget vanskelige at opnå. Dette skyldes formentlig, at internationaliseringen og koncentrationstendensen i banksektoren på det regionale plan nok er stigende, men fortsat begrænset. Derudover vil der være nationale og politiske forhindringer, som vil skulle overvindes, før sammenlægninger på tværs af landene vil kunne finde sted. Der vil derfor en tid endnu være hård international konkurrence mellem børserne selv i regionale områder.

I en skærpet international konkurrence-situation – accelereret af udsigter til en fælles mønt i visse EU-lande har der været mange tiltag til strategiske alliancer og samarbejder blandt derivatbørserne. De mest markante tiltag til en alliance i Europa har været tiltagene fra DTB (Tyskland) og MATIF (Frankrig). En alliance, som utvetydigt er kommet i stand for at dæmme op for LIFFE's (England) dominerende rolle på den europæiske derivatfront. Alliancen går ud på, at udveksle handelsadgange via skærme hos hinandens medlemmer. Samarbejdet er p.t. brudt sammen, men kan nok på sigt forventes genoptaget. Tidligere har DTB forsøgt sig med en lignende alliance med derivatbørsen SOFEX (Schweiz), men schweizerne havde vanskeligt ved at se fordelene ved at lade tyske værdipapirhandlere, som jo hidtil havde været gode kunder hos de schweiziske banker, få adgang til det centrale børsmarked og handle på lige vilkår med de schweiziske banker.

Initiativerne fortsætter dog og er intensive-rede. På globalt plan har antallet af under-skrevne "letters of intents" blot det seneste halve år været betragteligt, men men hidtil er det ofte blevet ved intentionerne. På nordisk plan ser det dog ud til, at samarbejdet mellem på den ene side Oslo Børs og det norske clearinghus NOS og på den anden side den svenske børs og clearinghus OM og den en-

gelske OM-ejede og -linkede OMLX-børs er ganske langt fremme, og et (derivat)børs-såvel som clearinglink forventes at blive introduceret i begyndelsen af 1997.

For de mindre landes børser og deres medlemmer vil et samarbejde i form af udvikling af handels- og evt. clearingsystemer være en mulig overlevelsesstrategi i en finansverden under stigende konkurrence og med udprægede stordriftsfordele. Men også et samarbejde i form af fælles ordrebøger, hvorved handlerkredsen for den enkelte børs kan øges uden, at den direkte får tilført nye medlemmer vil være en mulighed. Med fælles ordrebøger følger også behovet for et clearinglink mellem clearinghusene i de enkelte lande.

Udfordringen

Det danske FUTOP-marked står derfor over for store udfordringer i årene som kommer.

Det institutionelle set-up såvel som de teknologiske løsninger indebærer visse frihedsgrader med hensyn til valg af retninger for den videre udvikling af markedet.

Allerede nu forestår at få tiltrukket nye medlemmer til såvel børsen som clearingcentralen, eksempelvis i form af fjernmedlemskaber (remote members).

Overvejelser om et internationalt samarbejde kan være fælles udvikling af nye og mere effektive børshandelssystemer og/eller det kan ske i form af etableringen af handels- og clearinglinks.

Sammenlægningen af Garantifonden med Københavns Fondsbørs giver en styrket position ved forhandling om en samarbejdsmodel med andre børser og clearinghuse. En model som naturligt kan ses i en sammenhæng til et tilsvarende samarbejde på aktie- og obligationsområdet.

Det næste skridt bliver at finde en egnet samarbejdsmodel og ikke mindst de rette samarbejdspartnere.