

Dezember 2009

Islamic Finance



Die jüngsten ökonomischen Entwicklungen in Dubai haben das Vertrauen in die Bonität des einst boomenden Emirats stark erschüttert. Grund genug sich einmal mit den Besonderheiten des islamischen Finanzwesens auseinanderzusetzen.

Als Auslöser für die Kurseinbrüche gilt die finanzielle Schieflage des staatlichen Unternehmensverbands Dubai World. Die Holding unter deren Dach eine Vielzahl prestigeträchtiger Bauvorhaben geplant wurden - so etwa die künstliche Inselgruppe "The World" oder der mit 118 Metern höchste Wolkenkratzer der Welt (Burj Dubai). Die internationale Finanzkrise führte jedoch zum Abzug wichtiger Investoren und einem Verfall der einst stetig steigenden Immobilienpreise. Leidtragender war der zur Dubai World Holding zählende Immobilienkonzern Nakheel. Am 25. November bat das Unternehmen seine Gläubiger um einen Aufschub ausstehender Zahlungen. Konkret standen am vergangenen Montag (14. Dezember) Verbindlichkeiten im Umfang von etwa 3,5 Mrd. US Dollar aus einer zuvor emittierten Schari'a-konformen Anleihe zur Rückzahlung. Die Mitteilung des drohenden Zahlungsausfalls wurde weltweit mit Panik vernommen, wurden doch schnell Erinnerungen an die Reaktionen in Verbindung mit dem Lehman-Niedergang geweckt.

Infolge dessen rutschte der Leitindex des Emirats (Dubai Financial Markets General Index, s. Abb. unten) binnen weniger Tage um mehr als 25 Prozentpunkte ab. Ähnlich reagierten die Credit Default Spreads, Prämien für Kreditausfallversicherungen, die ein Schuldner am Markt als Aufschlag für die Übernahme zusätzlicher Risiken zu zahlen hat. Die Besicherung bestehender Schulden verteuerte sich laut CMA Datavision demnach für das Emirat um etwa 50 Basispunkte.

Doch zurück zur Nakheel-Anleihe. Anders als in der westlichen Finanzwelt gelten für islamische Marktteilnehmer völlig eigene Vorschriften in Bezug auf Geldleihe oder Spekulation.

Die islamische Gesetzgebung (Schari'a) vertritt ethische Grundsätze, welche neben einer Rendite- und Ri-

sikoteilung (Das Vermögen solle gleichermaßen verteilt sein) unter anderem auch ein Zinsverbot, genannt Riba, vorsieht.

Islamischen Geldhäusern ist es somit verboten Finanzinstrumente zu emittieren, deren Ausstattungsmerkmale Züge von Kuponzahlungen aufweisen. Gleichsam dürfen auch Anleger lediglich in sogenannten Schari'a-konforme Konstrukte investieren. Die Aufnahme eines verzinsten Kredits ist unter diesem Aspekt zunächst nicht möglich.

Der Schari'a entgegen steht des Weiteren auch jegliche Form der Spekulation (Gharar). Optionsgeschäfte werden demnach als eine Art Nullsummenspiel gesehen, bei der eine Partei genau das gewinnt, was die Gegenpartei verliert. Das pareto-optimale Ergebnis entspräche demzufolge gerade einer Unterlassung dieses Nullsummenspiels.

Aufgrund der erwähnten Einschränkungen haben findige islamische Finanzingenieure diverse Vehikel entworfen, um mit ihren westlichen Pendanten konkurrieren zu können. Einen großen Anteil am Islamic Banking stellen die sogenannten Sukuks, islamkonforme Anleihen, die - anders als herkömmliche Bonds - eine Zinszahlung an den Halter umgehen. Vielmehr werden die Investoren selbst zu Anteilseignern an den physisch hinterlegten Immobilien oder Vermögenswerten und erhalten anstatt eines Zinses eine Miet- oder Leasingzahlung. Auch bei der am Montag fällig gewordenen Nakheel-Anleihe handelte es sich um einen solchen Sukuk. Diese Finanzinstrumente erfreuten sich in der Vergangenheit zunehmender Beliebtheit.

Bislang herrschte die vage Überzeugung vor, dass nach islamischem Recht begebene Finanzprodukte hinsichtlich ihrer Aus-

fallwahrscheinlichkeit sicherer seien als herkömmliche Anleihen. Zum Einen ist dies sicherlich dem subjektiven Empfinden geschuldet, dass die Arabischen Emirate als florierende Region am Golf wahrgenommen werden. Zum Anderen sieht das islamische Recht schwere Strafen für eine Mißachtung der Schari'a vor. Dass ein Schuldner somit einen Zahlungsaufschub



erwirken würde, erschien kaum denkbar. Dass jedoch auch Schari'a-konforme Anleihen den regulären Marktentwicklungen unterworfen sind, hat sich nun gezeigt. Die Märkte haben sich unterdessen wieder beruhigt, nachdem Dubais Nachbar-Emirat Abu Dhabi mit einer 10 Mrd. US Dollar schweren Finanzspritze eingesprungen ist, um dem angeschlagenen Konzern unter die Arme zu greifen. Der Zahlungsaufschub scheint damit überwunden. Was jedoch bleibt ist die Feststellung, dass selbst erfolgsverwöhnte Tourismus- und Finanzzentren wie Dubai trotz aller architektonischen Meisterleistungen nicht von den weltweiten Entwicklungen losgelöst sind. Anleger werden zukünftig sicher etwas genauer hinschauen wer bei derlei Bonds als Garantiegeber in Erscheinung tritt. Die Regierung machte unterdessen unmißverständlich klar, dass der Staat nicht für aus den staatseigenen Unternehmen entstandene Verbindlichkeiten aufkommen wird. Diese Überzeugung dürfte wohl zu einer Neubewertung diverser Staatsgesellschaften führen.



Quelle: Bloomberg

SJ

Entwicklung des Zertifikatevolumens bezogen auf den deutschen Markt

Entwicklung der Emissionszahlen nach Produktgruppen*

Produktgruppe	Mai	Juni	Juli	Aug	Sept	Okt.	Nov.	Trend
Index-/Basketzertifikate	58	6	45	10	11	47	164	
Discount-Zertifikate	6538	5434	9914	5251	9971	8440	3118	
Bonus-Zertifikate	5392	3278	5825	4829	4869	5804	2454	
Reverse Convertibles	1311	1158	1796	1024	2273	1492	1739	
Express-Zertifikate	46	37	70	86	76	52	53	
Garantieprodukte	104	153	192	114	85	80	109	
Knock-Out Produkte	13943	13170	16384	15446	14508	15073	16594	
sonstige Zertifikate	894	1019	1014	492	923	1667	662	
Gesamt	28286	24255	35240	27252	32716	32655	24893	

*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2009

Top 20 der Basiswerte*

Zeitraum November 2009

Basiswert	Anzahl Zertifikate
DAX	4531
DJ Euro Stoxx 50 Price Index (EUR)	1028
Gold	1017
EUR/USD	687
Silber	536
Deutsche Bank AG	472
Allianz SE	365
BASF SE	359
Commerzbank AG	345
Bayer AG	339
MAN	330
Daimler AG	325
Brent Crude Future Kontrakt	316
Euro-Bund-Future	316
Siemens AG	315
NASDAQ 100	315
ThyssenKrupp AG	287
BMW AG	279
K+S AG	274
DJ Industrial Average Index	266

*bezogen auf den deutschen Markt

Quelle: Deriva GmbH 2009

Umsatzvolumen und emittentenspezifische Marktanteile*

Zeitraum November 2009

	Index/Basket	Discount	Bonus	RevCon	Express
Gesamtvolumen (EUR)	319 Mio.	814 Mio.	496 Mio.	162 Mio.	139 Mio.
Nettoabsatz	- 31 Mio.	210 Mio.	24 Mio.	68 Mio.	- 80 Mio.
Top 3 Emittenten Umsatzvolumen	Deutsche Bank (39,1%)	Deutsche Bank (31,6%)	Deutsche Bank (28,7%)	Sal. Oppenheim (30,8%)	Deutsche Bank (42,4%)
	Société Générale (19,0%)	Commerzbank (18,7%)	Commerzbank (17,8%)	Commerzbank (17,2%)	Commerzbank (9,1%)
	ABN Amro (RBS) (17,6%)	BNP Paribas (10,1%)	Société Générale (13,2%)	Deutsche Bank (13,5%)	HypoVereinsbank (7,7%)
	Garantie	Knock-Out	Sonstige	Gesamt	ETF
Gesamtvolumen (EUR)	308 Mio.	1.637 Mio.	269 Mio.	4.144 Mio.	3.288 Mio.
Nettoabsatz	- 112 Mio.	- 57 Mio.	- 42 Mio.	- 19 Mio.	12,5 Mio.
Top 3 Emittenten Umsatzvolumen	West LB (23,5%)	Commerzbank (22,6%)	ABN Amro (RBS) (29,5%)	Deutsche Bank (23,9%)	
	LBBW (19,3%)	Deutsche Bank (22,3%)	Commerzbank (14,3%)	Commerzbank (17,6%)	
	Barclays (11,7%)	ABN Amro (RBS) (20,2%)	ETFSecurities (11,2%)	ABN Amro (RBS) (13,0%)	

*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2009

Top-Zertifikate des Monats* nach Handelsvolumen

ISIN	Emittent	Produktgruppe	Handelsvolumen (EUR)
DE0007093353	Deutsche Bank	Open-End Indexzertifikat	53,1 Mio.
DE000LBW39X4	Landesbank BW	Safe-Anleihe mit Cap	35,9 Mio.
DE000SG3G269	Société Générale	Open-End Indexzertifikat	35,2 Mio.

*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2009

Top-ETF des Monats* nach Handelsvolumen

WKN	KAG	Handelsvolumen
DBX1DS	db x-trackers	49 Mio.
DBX1DA	db x-trackers	34 Mio.
593393	Barclays Global Inv.	33 Mio.

*Börsenumsatz Frankfurt und Stuttgart

Quelle: Deriva GmbH 2009