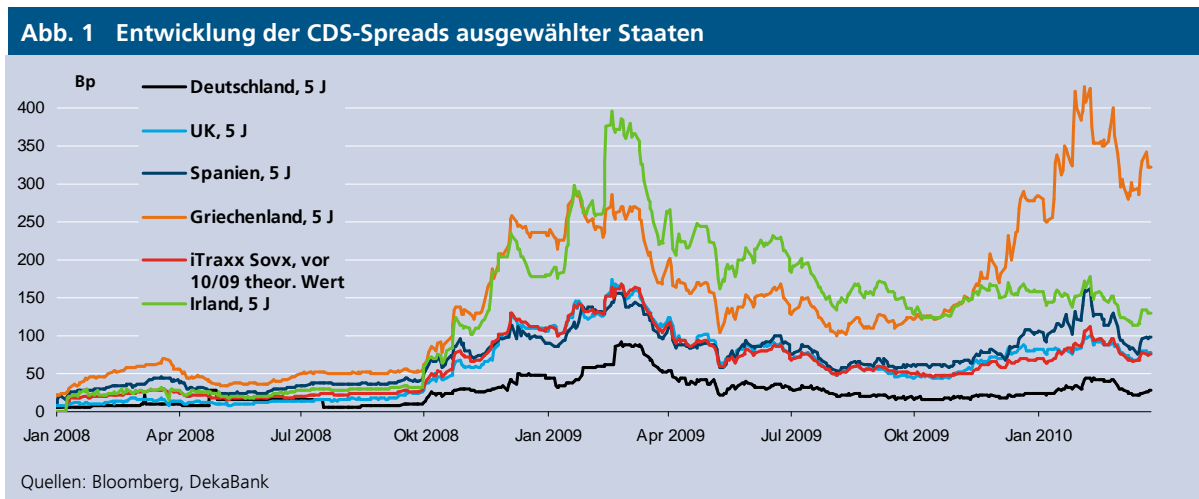


Überblick

Regulierung von Credit Default Swaps

Die Krise um die Finanzen Griechenlands führte zu einem dramatischen Anstieg der Risikoaufschläge auf griechische Staatsanleihen. Bei der Berichterstattung über den Verlauf der Spreadausweitung nahmen Credit Default Swaps (CDS) eine prominente Stellung ein. Griechische Politiker, aber auch Bundeskanzlerin Merkel und der französische Ministerpräsident Sarkozy argwöhnten, dass der steile Anstieg der Spreads auf spekulative Machenschaften von Hedgefonds zurückzuführen sei und fordern daher ein Verbot von sogenannten „naked Swaps“.

Wir untersuchen, wofür CDS-Geschäfte eingesetzt werden und wie groß der Einfluss auf die Marktentwicklung ist. Unserer Meinung nach wäre ein Verbot von naked CDS der falsche Schluss aus der Krise. Der CDS-Handel ist eine wesentliche Stütze für die Liquidität der Märkte. Er bietet gerade auch in großen Stresssituationen den Märkten die Möglichkeit, flexibel auf Marktentwicklungen zu reagieren. Die Einführung zentraler Clearinghäuser und transparente Erfassungssysteme können das Vertrauen in diese Finanzinstrumente stärken.



Autor

Carsten Lüdemann
Tel.: (069) 71 47 - 2625
carsten.luedemann@deka.de

Disclaimer: Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und / oder Steuer) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die Darstellungen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse / Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse / Preise.

1. CDS in der Kritik

In den letzten Wochen ist die Forderung nach einem Verbot von ungedeckten Absicherungsgeschäften mittels CDS-Kontrakten, insbesondere von griechischen Politikern, immer lauter geworden. Es wurde der Verdacht geäußert, der extreme Anstieg der Risikospreads auf griechische Anleihen wäre maßgeblich von Spekulanten durch starke Nachfrage nach Absicherung auf Griechenland (Kauf von Protection) inszeniert worden, ohne im Besitz des zugrunde liegenden Kreditrisikos (underlying) zu sein. Solche Geschäfte werden auch „naked Swaps“ genannt. Nach Ansicht einiger Politiker sollte der Kauf von Protection nur erlaubt sein, wenn dadurch eine echte bestehende Bondposition abgesichert werden soll. Naked Swaps seien jedoch nur darauf angelegt, die Risikoaufschläge für ein bestimmtes underlying, in diesem Fall der Staat Griechenland, in die Höhe zu treiben, um bei Auflösung der Position einen Kursgewinn zu erzielen. Im schlimmsten Fall führt der Anstieg der Spreads dazu, dass der Schuldner nicht mehr in der Lage ist, die Kosten für eine weitere Finanzierung aufzubringen oder überhaupt noch Mittel am Kapitalmarkt aufzunehmen und somit eine Zahlungsunfähigkeit provoziert würde.

Aus ähnlichen Gründen ist zum Höhepunkt der Lehmankrise der Leerverkauf von Aktien von Finanzinstituten zeitweilig verboten worden. Tatsächlich geht der leere Kauf von Protection noch einen Schritt weiter als das Shorten von Aktien oder Bonds. Denn diese müssen dem Kontrahenten innerhalb der vereinbarten Valuta, üblicherweise drei Geschäftstage nach Geschäftsabschluss, physisch geliefert werden. Somit kann kein größeres Volumen leer verkauft werden, als über die Wertpapierleihe Stücke verfügbar sind. CDS-Kontrakte können dagegen theoretisch in unbegrenztem Volumen abgeschlossen werden und somit den tatsächlich ausstehenden Schuldbetrag weit übertreffen (siehe hierzu auch Kasten 1). Allerdings ist eine solche Leerposition weder risiko- noch kostenlos. Schließlich muss der Käufer von Protection seinem Kontrahenten den vereinbarten Spread – der gewissermaßen die Versicherungsprämie darstellt – zahlen. Insbesondere wenn die Spekulation über einen längeren Zeitraum verläuft, türmen sich dadurch hohe Kosten auf. Der Käufer von Protection muss seinem Kontrahenten über die gesamte Laufzeit des Vertrages (eventuell verkürzt durch ein vorheriges Kreditereignis) die vereinbarte Risikoprämie zahlen. Eine Absicherung des Risikos Griechenland über nominal 10 Mio. EUR bei 300 Bp kostet beispielsweise jährlich 300.000,-- EUR. Sollte sich zudem der Spread anders als

erwartet verringern, können erhebliche Bewertungsverluste entstehen. Eine Veränderung des Spreads bei der oben beschriebenen Handelsposition um 50 Bp resultiert in einer Bewertungsveränderung von etwa 220.000,-- EUR. Im Frühjahr 2009 hatten sich die Spreads auf Irland stark ausgeweitet, sie erreichten ein ähnliches Niveau wie jüngst die Risikoaufschläge für Griechenland (siehe Abb. 1). Aufgrund der geplatzten Immobilienblase drohte die irische Bankenlandschaft unter der Schuldenlast zusammenzubrechen. Inzwischen sind die Banken jedoch durch massive staatliche Hilfe stabilisiert worden und ein rigoroses Sparpaket der Regierung hat die Märkte von der künftigen Zahlungsfähigkeit Irlands überzeugt. Dementsprechend sind die Spreads auf Irland wieder stark gesunken - Shortspekulanten wären demnach nicht auf ihre Kosten gekommen, sondern hätten massiv Geld verloren.

Und auch wenn es tatsächlich zu einem Kreditereignis kommen sollte, bedeutet dies für den Spekulanten nicht automatisch, dass er einen hohen Gewinn einstreichen wird. Für die Abwicklung eines CDS-Geschäftes wird üblicherweise in einem Auktionsverfahren die Ausgleichsquote (Recoveryrate) für den unterliegenden Referenzwert bestimmt. Wenn beispielsweise im Nachgang an einen Staatsdefault eine Umschuldung vereinbart wird und es glaubhaft erscheint, dass der Staat künftig seinen Verpflichtungen nachkommen kann, dürfte die Recovery Rate relativ hoch ausfallen. Dementsprechend gering ist dann die Ausgleichszahlung, die der Käufer von Protection als „Schadensausgleich“ erhält. Beim Default von Fannie Mae und Freddy Mac im Herbst 2008 betrug die Recoveryrate beispielsweise knapp 100 %. Wenn also der Käufer von Protection für längere Zeit eine hohe Ausfallprämie gezahlt hat, könnte die Spekulation selbst im Defaultfall mit einem Verlust enden.

2. Funktionsweise von CDS

Ein CDS-Kontrakt funktioniert ähnlich wie ein Versicherungsvertrag. Der Versicherer (Verkäufer von Protection) verpflichtet sich dabei, seinem Kontrahenten (Käufer) über die vereinbarte Laufzeit das Risiko eines Zahlungsausfalls für einen bestimmten Referenzwert abzunehmen. Für den Abschluss eines CDS-Geschäftes ist es dabei unerheblich, ob der Käufer von Protection überhaupt einen Schuldtitel der Referenz in seinem Bestand hält. Den Preis für diese Versicherungsleistung zahlt der Käufer von Protection in Form einer Prämie, die ein jährlicher Prozentsatz des versicherten Nominals ist und in

Basispunkten (Bp) angegeben wird. Diese Prämie ist vierteljährlich bis zum Ende der Vertragslaufzeit fällig. Sollte das abgesicherte Kreditereignis eintreten, endet die Prämienzahlung vorzeitig und der Käufer von Protection liefert einen Schuldtitel des Referenzwertes in Höhe des vereinbarten Nominals an seinen Kontrahenten. Im Gegenzug erhält er den vollen Nominalwert unabhängig vom Marktpreis, der zu diesem Zeitpunkt am Kapitalmarkt für diesen Schuldtitel zu erzielen wäre. Wahlweise kann aber auch ein Barausgleich in Höhe des erlittenen Verlustes vereinbart werden. Diese Regelung setzt sich zunehmend durch und vereinfacht die Abwicklung erheblich. Die Höhe der Ausgleichszahlung wird durch ein Auktionsverfahren ermittelt, siehe hierzu auch folgenden Kasten 1. Durch eine veränderte Einschätzung des Kreditrisikos vom Referenzwert kann die Bewertung des CDS-Kontraktes während der Laufzeit stark schwanken, genauso wie eine Anleihe der betref-

fenden Referenz. Sollte sich eine starke Verschlechterung des Referenzwertes abzeichnen, wird eine mögliche Ausgleichszahlung des Versicherers zunehmend wahrscheinlicher. Dementsprechend gewinnt die Bonität des Sicherungsgebers für den Kontrahenten stärker an Bedeutung. Üblicherweise verlangt der Sicherungsnehmer daher vom Sicherungsgeber eine Hinterlegung von Sicherheiten (Margin), um dem Risiko eines gleichzeitigen Ausfalls mit dem Underlying zu begegnen. Diese Margin orientiert sich an dem Marktwert des CDS-Kontraktes.

Ähnlich wie eine Anleihe kann ein CDS-Kontrakt jederzeit während der Laufzeit an einen anderen Kontrahenten weiterverkauft werden, nur muss der verbleibende Geschäftspartner zustimmen. Der Marktwert des CDS wird dann zwischen altem und neuem Kontrahenten per upfront-Zahlung ausgeglichen.

Kasten 1: Lieferbare Titel

Die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) hat weltweit akzeptierte Standardregeln für den Handel von CDS aufgestellt. Gemäß den ISDA-Regeln sind im Falle eines Kreditereignisses Anleihen oder Darlehen des Referenzwertes gegen Zahlung des vereinbarten Nominalbetrages lieferbar. Inzwischen hat sich aber anstatt einer physischen Lieferung der Barausgleich durchgesetzt. Dazu wird in einem Auktionsverfahren der faire Wert der lieferbaren Anleihe festgestellt, dieser stellt somit die Recovery-Rate oder die Insolvenzquote für die beteiligten Parteien dar. Der Verkäufer von Protection erstattet dann seinem Kontrahenten die Differenz zwischen 100 und dem ermittelten Preis, multipliziert mit dem vereinbarten Nominal. Im Fall von Lehman wurde beispielsweise im Auktionsverfahren ein Settlementpreis von 8,625 USD pro 100 USD nominal festgestellt. Der Käufer von Protection über einen Nominalbetrag von 1 Mio. USD erhielt somit eine Ausgleichszahlung in Höhe von 913.750 USD $((100 - 8,625) * 1.000.000)$.

Zum Zeitpunkt des Abschlusses eines CDS-Geschäftes ist es unerheblich, wie viel oder ob überhaupt lieferbare Titel für den Referenzwert am Markt existieren. So hatte beispielsweise der Telekomausrüster Nokia bis vor Anfang 2009 jahrelang keine Anleihen oder bekannte Loans ausstehen. Trotzdem gab es einen regen CDS-Handel auf diesen Referenzwert. Für Anleger war dies eine interessante Möglichkeit, durch Verkauf von Protection ihre Telekomportfolien mit einem sehr sicheren Industrienamen zu diversifizieren. Für Finanzinstitute auf der Gegenseite war Nokia ein billiger Proxihedge auf das eigene Telekomportfolio. Sollte die Telekombranche im Speziellen oder die gesamte Wirtschaft im Allgemeinen in Bedrängnis geraten ist anzunehmen, dass auch Nokia Kredite aufnehmen oder Anleihen emittieren müsste. Sollte die Krise tatsächlich in einer Zahlungsunfähigkeit Nokias gipfeln, ist davon auszugehen, dass sich auf dem Weg dahin genügend lieferbare Titel zur Abwicklung von CDS-Geschäften anhäufen. In der Tat hat Nokia seit 2009 bereits mehrere Anleihen emittiert und der Spread für das Unternehmen hat sich im Verlauf der weltweiten Rezession stark ausgeweitet, wenn auch Nokia weit von einer Zahlungsunfähigkeit entfernt sein dürfte. Der Spread stieg seit Mitte 2007 von etwa 10 Bp in der Spitze auf 160 Bp im Dezember 2008, inzwischen ist er aber wieder auf etwa 50 Bp gefallen. Für einen Käufer von Protection war dieser Verlauf sicher ein attraktiver Ausgleich für Verluste auf Positionen anderer Unternehmen aus dieser Branche.

3. Einsatzmöglichkeiten für Credit Default Swaps

3.1 Verkauf von Protection

CDS-Kontrakte werden von Verkäufern von Protection als Kreditersatz verwendet. Sie bieten eine flexible und zumeist sehr liquide Anlagemöglichkeit. Ein großer Vorteil von einem Investment in CDS im Vergleich zum Kauf von Anleihen ist, dass der Verkauf von Protection nicht wie eine Anleihe finanziert werden muss und somit zusätzlich gehebelt werden kann. Allerdings muss in Höhe des Marktwertes der Position (Abweichung des gehandelten Spreads zum aktuellen Spread) eine Sicherheit gestellt werden. Mitunter sind CDS auch die einzige Möglichkeit, Zugang zu bestimmten Industrienamen zu erhalten. Anleihen von Unternehmen mit nur wenig ausstehenden Emissionen sind üblicherweise fest bei Anlegern platziert und dementsprechend nur teuer im Sekundärmarkt zu erwerben. Durch den Handel von CDS können gewissermaßen zusätzliche synthetische Anleihen geschaffen werden, wodurch die Liquidität in diesem Namen erhöht wird. (Siehe hierzu auch die Ausführungen zu Nokia in Kasten 1). Die hieraus resultierende größere Markttiefe kann auch für den Referenznamen selbst bei der Kreditaufnahme hilfreich sein.

Zur Diversifikation eines Kreditportfolios kann eine Bank, die möglicherweise bei einigen Industrieunternehmen keinen Zugang zu bestehenden Kreditkonsortien erhält, ein CDS-Geschäft auch als Kreditersatz verwenden.

3.2 Kauf von Protection als Hedge

Käufer von Protection verwenden CDS üblicherweise als Absicherung gegen bestehende Risiken. In Krisensituationen sind CDS oftmals liquider als Kassaanleihen. Es kann daher schneller und möglicherweise auch billiger sein, eine bestehende Position via CDS zu hedgen, als im Markt einen Käufer für eine spezielle Anleihe zu suchen. Die Reduzierung von Risiken kann auch für das konventionelle Kreditgeschäft eine wichtige Anwendungsmöglichkeit sein. So könnte es für eine Kreditabteilung geschäftsschädigend sein, einem großen Kunden einen weiteren Kredit zu verwehren, weil die Kreditlinie mit dieser Adresse bereits ausgereizt ist oder momentan nicht weiter ausgenutzt werden soll. Durch den Kauf von Protection im Markt kann die Kreditlinie entlastet werden, ohne dass die Kundenbeziehung hier von beeinträchtigt würde.

Wie am Beispiel von Nokia dargestellt, kann der Kauf

von Protection auch als Proxihedge für ein Kreditrisiko verwendet werden, dass nicht unmittelbar mit dem abgesicherten Referenznamen verbunden ist. Im Fall Griechenlands könnte beispielsweise ein Portfolio von Krediten an Unternehmen oder Kommunen in Griechenland als Makrohedge mit einem CDS auf den Staat abgesichert werden. Eine weitere Anwendungsmöglichkeit wäre der Hedge von Immobilienengagements. Da es in vielen Ländern kein geeignetes Instrument zur Absicherung von Immobilienrisiken gibt, kann ein möglicher Mieterausfall oder Wertverlust einer Immobilie eventuell durch Kauf von Protection auf das Sovereignrisiko abgesichert werden.

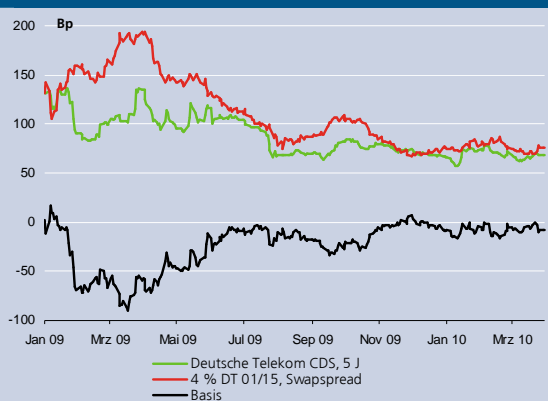
3.3 Portfoliosteuerung

Aufgrund ihrer großen Flexibilität werden CDS-Kontrakte von Anlegern zur Steuerung ihres Kreditportfolios genutzt. Mit maßgeschneiderten Konstruktionen können Risiken für bestimmte Referenzen auf- oder abgebaut werden.

3.4 Handelsstrategien

Häufig werden mittels CDS auch Spreadwetten aufgesetzt, die darauf aufbauen, dass sich die Spreads zweier verschiedener Referenzadressen in einem bestimmten Verhältnis zueinander verändern sollten. Hält beispielsweise ein Investor den Spreadanstieg eines bestimmten Referenzwertes für übertrieben und will auf eine Einengung des Spreads setzen, kann er gleichzeitig durch die Gegenposition in einem ähnlichen Referenzwert sein Risiko eingrenzen (z.B. Griechenland long und Türkei short, oder Fiat long und Renault short).

Abb. 2 Entwicklung der Basis: Deutsche Telekom-Anleihe ggü. CDS-Spread



Quellen: Bloomberg, DekaBank

3.5 Basistrades

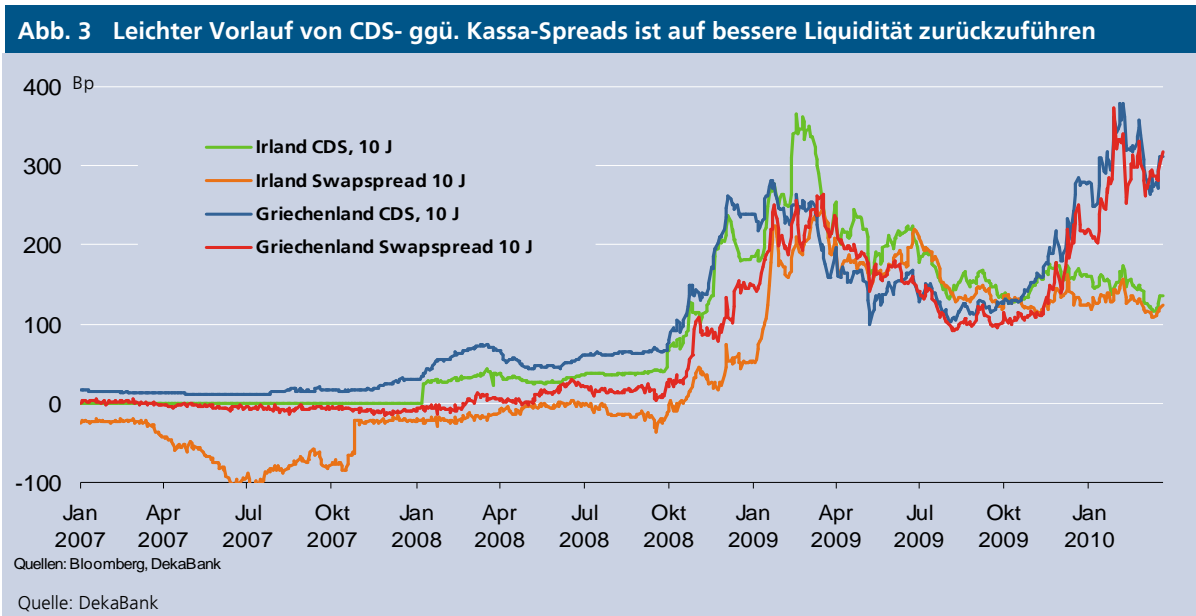
Es besteht eine enge Korrelation zwischen den ausstehenden Anleihen des Referenzwertes und dem CDS-Spread. Sollte die Differenz (diese wird auch Basis genannt) zwischen diesen beiden Werten zu groß werden, eröffnen sich Arbitragemöglichkeiten, die wieder zu einer Annäherung der Spreads führen. Vor der Finanzkrise handelte der Spread für einen CDS-Kontrakt meist höher als der Risikoaufschlag, der für eine Anleihe mit ähnlicher Laufzeit für den gleichen Referenzwert verlangt wurde. Man spricht hierbei von einer positiven Basis. Diese lässt sich größtenteils darauf zurückführen, dass der Käufer von Protection im Fall eines Kreditereignis das Wahlrecht hat, welche Anleihe oder Darlehen er seinem Kontrahenten gegen Zahlung des Nominalwertes liefert. Diese Option birgt einen gewissen Wert. Sollte sich daher der CDS-Spread deutlich stärker ausgeweitet haben als Bonds des gleichen Referenzwertes, verkaufen Investoren die relativ teuren Kassaanleihen short und gleichzeitig verkaufen sie Protection auf den Referenzwert, gehen also das Kreditrisiko mittels CDS long. Da im Zuge der Finanzkrise die Finanzierung von Longpositionen für einige Marktteilnehmer zunehmend teurer wurde, stieg die Risikoprämie, die Investoren für ihr Engagement verlangten, stärker an als der Preis für das Derivat, welches nicht vollständig refinanziert werden musste. In vielen Fällen, insbesondere bei Neuemissionen, stieg die Prämie für den Kassabond über den des Derivates an und man spricht von einer negativen Basis. Zwar sind inzwischen die sehr großen negativen Basen von 200 Bp und mehr nicht mehr zu erzielen, aber einige Neuemissionen erscheinen immer noch mit teils attraktiven Aufschlägen gegenüber dem Derivatemarkt. In diesen Fällen kann ein Investor die Kassaanleihe kaufen und per Assetswap das Zinsveränderungsrisiko ausschalten. Ist es dann möglich, für die gleiche Laufzeit zu einer geringeren Prämie Protection zu kaufen, kann diese negative Basis mit einem relativ geringen Risiko vereinahmt werden. Die Kosten für die Refinanzierung der Kassaposition sowie das Kontrahentenrisiko für den CDS gilt es dabei allerdings zu bedenken. Erst kürzlich hat beispielsweise die Royal Bank of Scotland eine zehnjährige Euroanleihe mit einem großzügigen Aufschlag über dem Sekundärmarktniveau begeben. Dieser Bond handelt immer noch mit einer negativen Basis von etwa 75 Bp.

Die enge Beziehung zwischen den Spreads von Kassaanleihen und CDS war bei der Emission der fünfjährigen Griechenlandanleihe im Februar gut zu beobachten. Im Vorfeld der Emission haben sich viele Investoren aus Sorge vor einer nicht erfolgreichen Platzierung abgesichert und der Spread stieg deutlich an. Die Anleihe wurde dann jedoch übererwartet stark gezeichnet und die Shorts mussten wieder gedeckt werden. Als jedoch Bondinvestoren ihre Zeichnungsgewinne zum Ausgleich der CDS-Verluste realisieren wollten, lösten sie damit einen starken Kursrutsch der Bonds aus. Nun ließen sich keine Käufer für die Anleihen mehr finden und den Investoren blieb nichts anderes übrig, als ihre Positionen über den Derivatemarkt zu neutralisieren.

3.4 Spekulation

CDS wird natürlich auch aus reinen Spekulationsgründen verwendet. Wenn sich die Spreadausweitung auf einen bestimmten Namen andeutet, springen Spekulanten auf diese Welle auf und können mit Trendfolgemodellen eine Übertreibungsphase auslösen, die die Risikoaufschläge möglicherweise in wirtschaftlich ungerechtfertigt erscheinende Höhe treiben. Damit aber verbessern diese Spekulanten die Liquidität und Tiefe des Marktes. Oftmals sind auch gerade sie es, die in Übertreibungsphasen die Seite wechseln und damit den negativen Trend drehen. So haben sich beispielsweise in der Erholungsphase im Frühjahr 2009 die CDS-Spreads von Griechenland deutlich besser entwickelt als die Kassabonds und somit die Erholungsralley angeführt. Im Übrigen ist Spekulation in allen anderen Marktsegmenten eine ganz normale Triebfeder des Handelns und bildet die Grundlage für die Funktion des Kapitalmarktes.

Ein Verbot eben dieser Spekulationen wird momentan eingefordert. Der Übergang zwischen den unterschiedlichen Anwendungsmöglichkeiten ist jedoch fließend und eine eindeutige Zuweisung in eine bestimmte Handelsabsicht nicht immer möglich. Nur in den seltensten Fällen dürfte die tatsächlich abgesicherte Position auch wirklich in einen CDS-Kontrakt einlieferbar sein. In jedem Fall aber liefern reine Spekulationswetten anderen Marktteilnehmern einen wichtigen Beitrag zur Liquidität des Marktes.



4. Segen oder Teufelszeug?

Es ist anzunehmen, dass durch den Einsatz von naked Swaps der Anstieg der Risikoaufschläge auf Griechenland möglicherweise beschleunigt wurde. Der Auslöser für die Krise war jedoch die katastrophale Finanzlage des Landes und nicht die treibende Kraft einiger Marktteilnehmer. In der Grafik in Abb. 2 ist ein minimaler zeitlicher Vorlauf von CDS-Spreads gegenüber der Entwicklung von Kassabonds zu erkennen. Dieser dürfte aber auf die höhere Liquidität von CDS im Vergleich zu Kassabonds zurückzuführen sein. Vor Beginn der Krise handelten CDS-Spreads auf Sovereigns um einige Bp höher als die Spreads, die auf Kassaanleihen zu erzielen waren. Dies lag jedoch an den allgemein sehr niedrigen Spreads für Risikoaktiva. Staatsanleihen der Eurozone wurden seit Einführung des Euros ohnehin nicht als riskant eingestuft, sondern genossen fast wie Bundesanleihen den Nimbus risikoloser Anlageformen. Die meisten Staatsanleihen wurden daher mit negativen Swapmargen gehandelt. Das heißt, hat ein Anleger eine Staatsanleihe der Eurozone gekauft und den festen Zinskupon per Assetswap in einen floatenden Kupon umgetauscht, erhielt er zu jeder vierteljährlichen Zinszahlung den Dreimonats-Euribor abzüglich eines Abschlags. (Bundesanleihen handeln auch jetzt noch im negativen Swapbereich). Dagegen kann ein CDS-Spread per Definition nicht mit negativer Marge handeln, sondern zahlt immer einen positiven Spread als Prämie für die Absicherung eines Kreditereignisses. Als mit der Ver-

schärfung der Krise auch Staatsanleihen der meisten Euroländer als riskant eingestuft wurden, glichen sich die Spreads von CDS und Kassabonds beim Anstieg der Risikospreads bei den meisten Sovereigns zunehmend an, die Arbitragegeschäfte zeigten ihre Wirkung.

Wie eingangs erwähnt, kamen zum Höhepunkt der Kreditkrise im Frühjahr 2009 die Spreads von Irland besonders stark unter Bedrängnis. Dabei sind die CDS-Spreads den Swapsreads auf Staatsanleihen weit davongeeilt. Dies ist vermutlich auf die geringe Liquidität irischer Staatsanleihen zurückzuführen. Aufgrund des vergleichsweise kleinen Staatshaushaltes waren die Emissionen Irlands relativ klein und meist fest bei Anlegern platziert. Dementsprechend sind diese Bonds in Stressszenarien nur schwierig zu handeln. Inhaber dieser Bonds sind daher vermutlich auf den Derivatehandel ausgewichen, um ihr Risiko auf irische Staatstitel zu vermindern. Und für Shortspekulanten war es relativ teuer, Anleihen im Repomarkt auszuleihen, um sie leer verkaufen zu können. Daher dürften Wetten auf steigende Risikoaufschläge überwiegend im CDS-Markt stattgefunden haben. Ein solch starkes Überschießen von CDS-Spreads gegenüber Kassabonds war während des Griechenland-Dramas nicht so stark ausgeprägt.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat CDS-Geschäfte mit der Referenz Griechenland daraufhin untersucht, ob die Spreads durch massive Spekulation möglicherweise unrechtmäßig in die Höhe

getrieben wurden. In einer Presseerklärung vom 8. März 2010 gab die BaFin jedoch bekannt, dass keinerlei Hinweise auf ein solches Verhalten zu erkennen wären. Die wesentliche Ursache des Anstiegs des CDS-Spreads ist demnach die wachsende Nachfrage nach Kreditabsicherung für das Länderrisiko Griechenland.

http://www.bafin.de/clin_161/nn_722758/Shared-Docs/Mitteilungen/DE/Service/PM_2010/pm_100308_cds_spekulationen.html

5. Erfassung von CDS-Geschäften

CDS-Geschäfte werden außerhalb von organisierten Börsen gehandelt. Käufer und Verkäufer verhandeln untereinander die Kontraktbedingungen. Eine Überwachung und Erfassung ist daher schwierig. Eine wesentliche Verbesserung für die Übersicht über diesen Markt ist auf Initiative der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) erzielt worden. Die Eigenschaften von CDS-Kontrakten wurden so festgelegt, dass abgeschlossene Geschäfte jederzeit ohne größeren Verhandlungsaufwand - ähnlich wie Kassabonds - an andere Kontrahenten weiterverkauft werden können. Zudem wird die Abwicklung der Geschäfte inzwischen zunehmend von internationalen Clearinghäusern unterstützt, was den Handel ebenfalls vereinfacht. Die meisten großen Investmenthäuser haben sich verpflichtet, alle ihre CDS-Geschäfte an die Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) zu melden. Hier dürften etwa 80 bis 90 % aller CDS-Geschäfte erfasst werden. Eine Investmentbank stellt einem Kundengeschäft üblicherweise ein Ausgleichsgeschäft mit einem anderen Broker entgegen, der dies wiederum oftmals gegen weitere Kontrahenten absichert. Da alle diese Geschäftsabschlüsse an die DTCC gemeldet werden, resultiert aus einem Geschäft oftmals ein Vielfaches des ursprünglichen Nominals. Die DTCC fasst für jedes Finanzinstitut Geschäfte mit demselben Underlying zusammen und saldiert dann sich gegenseitig ausgleichende Geschäfte auf. Für Grie-

chenland weist die DTCC beispielsweise per Mitte März einen Bruttobestand von 77,7 Mrd. USD aus. Netto (Summe aller echten Risikopositionen nach Saldierung) machen diese Geschäfte jedoch nur etwa 8,8 Mrd. USD aus. Im Vergleich zu dem ausstehenden Schuldenstand Griechenlands in Höhe von etwa 400 Mrd. USD kann dieses Volumen sicherlich nicht als bedrohlich bezeichnet werden. Das Verhältnis beträgt 2,2 %. Zwar hat sich der Bruttobetrag ausstehender CDS-Geschäfte im Vergleich zum Vorjahr fast verdoppelt, was angesichts des extrem gesteigerten Interesses an der Lage Griechenlands durchaus gerechtfertigt erscheint. Die Nettoposition betrug aber auch damals schon 7,3 Mrd. EUR (1,8 % der ausstehenden Schulden), hat sich also nicht dramatisch gesteigert. Dies zeigt, dass zwar der Bedarf, CDS zu handeln stark gestiegen ist, deswegen aber nicht im gleichen Ausmaß Risikopositionen aufgebaut worden sind. Mit einem Verhältnis von 4,7 % der Nettopositionen zur Gesamtverschuldung für Irland und 5,3 % für Portugal scheint das Absicherungsbedürfnis auf diese Länder deutlich höher als das auf Griechenland zu sein. Doch auch diese Prozentzahlen dürften keinen Anlass zur Besorgnis geben. Für Deutschland hat sich der Bruttobetrag von CDS-Geschäften in Höhe von 44,3 Mrd. USD vor einem Jahr auf 63,7 Mrd. USD ebenfalls stark erhöht, wenn es auch nur wenige wirtschaftlich sinnvolle Gründe geben mag, für Deutschland die Gefahr eines Kreditereignisses absichern zu wollen. Insgesamt hat sich also das Interesse an Absicherungsgeschäften auf Staatsrisiken im Laufe des letzten Jahres etwa um 50 % erhöht, während die Nettopositionen jedoch nicht so stark anstiegen. Wie bereits erwähnt, dürfte dies auf die veränderte Einstellung gegenüber Staatsanleihen als Risikoposition zurückzuführen sein. In nachfolgender Abbildung haben wir die an die DTCC gemeldeten CDS-Geschäfte einiger ausgewählter Staaten aufgeführt und der ausstehenden Gesamtverschuldung gegenübergestellt.

Abb. 4 Ausstehende CDS-Geschäfte im Vergleich zur Gesamtverschuldung

	Debt Mrd. US-\$	CDS brutto, Mio. US-\$ per 12.3.2010	CDS netto Mio. US-\$	CDS netto to Debt	CDS brutto, Mio. US-\$ per 13.3.2009	CDS netto Mio. US-\$
REPUBLIC OF IRELAND	121.837	33.810	5.546	4,6	21.022	4.451
HELLENIC REPUBLIC (GREECE)	403.951	77.697	8.767	2,2	39.335	7.274
PORTUGAL REPUBLIC	164.949	58.010	8.806	5,3	33.822	5.591
KINGDOM OF SPAIN	712.212	101.974	15.459	2,2	66.573	11.357
ITALIAN REPUBLIC	2.020.867	223.269	24.756	1,2	162.402	19.748
UNITED KINGDOM	1.372.018	36.478	7.493	0,5	18.663	3.332
KINGDOM OF BELGIUM	418.213	24.793	5.756	1,4	17.316	4.400
FRENCH REPUBLIC	1.687.183	47.883	8.834	0,5	33.113	7.070
REPUBLIC OF AUSTRIA	295.544	40.419	8.735	3,0	26.285	6.260
UNITED STATES (GOVT OF)	7.441.446	12.561	2.250	0,03	6.902	1.901
KINGDOM OF THE NETHERLANDS	383.510	16.352	3.421	0,9	7.707	1.948
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	1.659.632	63.664	12.771	0,8	44.283	10.343
Summe	16.681.363	736.911	112.594	0,7	477.424	83.675

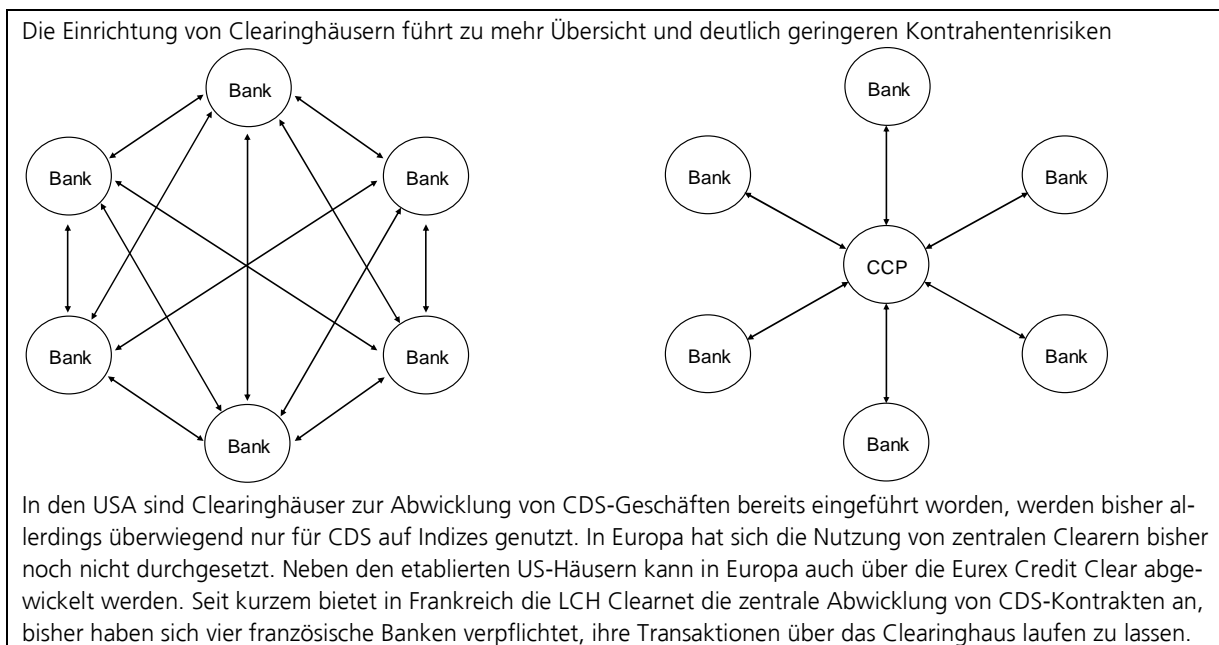
Quelle: DTCC, Bloomberg, DekaBank

Als im Herbst 2008 die Investmentbank Lehman zusammenbrach wurde stark befürchtet, dass sowohl der Verlust der hohen Forderungen an das Geldhaus, als auch der Ausfall Lehmans als Kontrahent von Derivategeschäften einen Dominoeffekt an Bankenpleiten auslösen würde. Wie sich aber glücklicherweise herausstellte, ist das auf die Referenz Lehman lautende CDS-Volumen, man ging von bis zu 500 Mrd. USD aus, bei weitem überschätzt worden. Bei der Abwicklung der CDS-Kontrakte zeigte sich, dass die Brutto-CDS-Geschäfte lediglich 72 Mrd. USD ausmachten und die tatsächliche Netto-Risikoposition betrug gar nur 5,2 Mrd. USD. Im Vergleich zu den ausstehenden Verbindlichkeiten der Investmentbank von etwa 150 Mrd. USD ein überschaubarer Betrag. Eine verbesserte Transparenz hätte zu diesem Zeitpunkt sicher einen großen Teil der

Panik verhindern können. Die zurzeit veröffentlichten Übersichten von DTCC zu Brutto- und Nettobeständen in CDS-Geschäften sind bereits gut geeignet, dem falschen Eindruck übermäßigen Einflusses des Derivate-marktes zu begegnen. Zudem verfügen die DTCC und die Clearinghäuser über weitaus tiefer gehende Daten. So hätte im Herbst 2008 eine Aussage über die tatsächlichen Verflechtungen der Derivategeschäfte von Lehman den Markt zusätzlich beruhigen können. Allerdings haben die Clearinghäuser sich ihren Kunden gegenüber verpflichtet, Daten über die Geschäftstätigkeit nicht zu veröffentlichen. Eine regelmäßige Übermittlung an eine überregionale Überwachungsbehörde könnte jedoch eine hilfreiche Alternative sein.

Kasten 2: Einführung von Clearinghäusern

Die Meldung über den Lehman-Zusammenbruch war für die Kapitalmärkte auch insofern ein großer Schock, als befürchtet wurde, dass aufgrund der sehr starken Verflechtungen der Finanzinstitute untereinander eine Dominokette von Bankenpleiten ausgelöst werden würde. Wenn Lehman als großer Marktteilnehmer im Derivategeschäft ausfällt, war es denkbar, dass andere Banken, denen gegenüber Lehman Verpflichtungen eingegangen ist, durch den Ausfall dieser Forderungen ebenfalls in die Zahlungsunfähigkeit getrieben würden. Glücklicherweise ist diese Befürchtung nicht eingetreten. Um diese Gefahr künftig auszuschließen, ist die Einführung von zentralen Clearinghäusern (CCP) vorangetrieben worden. Dazu wird ein CDS-Geschäft zwischen zwei Kontrahenten in zwei einzelne Verträge aufgespalten, die dann auf den zentralen Clearer übertragen werden. Für jeden einzelnen Marktteilnehmer ermittelt das CCP täglich ein Nettorisiko, das dieser Kontrahent gegenüber dem Clearer eingegangen ist. Hedgegeschäfte führen somit zu einer Neutralisation des entsprechenden Einzelrisikos. Für den Saldo der Risiken hinterlegt der Marktteilnehmer eine Sicherheit in Höhe des Marktwertes seiner Positionen. Sollte ein Kontrahent seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen können, werden alle seine CDS-Geschäfte vom CCP abgewickelt und mit der hinterlegten Margin verrechnet. Sollten trotzdem Verluste entstehen, trägt diese das Clearinghaus und somit die Gemeinschaft der Marktteilnehmer.



Fazit

Es gibt gute Gründe, eine verbesserte Überwachung und Transparenz von CDS-Geschäften anzustreben. Im Fall Lehmans hätte ein besseres Verständnis über Nettoverbindlichkeiten und tatsächliche Risikopositionen sicher einen großen Teil der Panik im Markt eindämmen können. Auch im aktuellen Fall von Griechenland hätten detaillierte Übersichten über offene CDS-Positionen der Marktteilnehmer frühzeitig Gerüchte über Marktmanipulationen entkräften können. Wie kürzlich eine Untersuchung der BaFin bestätigte, war keine unangemessene Beeinflussung des Marktgeschehens durch den Derivatehandel zu erkennen. Die Volumina im CDS-Handel sind im Vergleich zu der Gesamtverschuldung der Staaten nur sehr gering. Eine nachhaltige Manipulation erscheint daher kaum möglich zu sein. Eine erhöhte Transparenz der CDS-Geschäfte kann somit auch für ein verbessertes Verständnis der Marktmechanismen führen.

Aufgrund der hohen Komplexität beim Einsatz von CDS-Kontrakten ist eine eindeutige Zuordnung zu abzuschließenden Handelspositionen nicht immer möglich. Ein Verbot von naked Swaps würde demnach den flexiblen Einsatz dieses Kreditderivats behindern und somit die Liquidität der Kapitalmärkte beeinträchtigen. Auch ein vorübergehendes Verbot von CDS-Geschäften in Zeiten stark gestresster Märkte wie im Herbst 2008 nach der Lehmanpleite, als vorübergehend der Leerverkauf von

Aktien untersagt wurde, erscheint nicht wünschenswert. Anders als beim Verkauf von Kassaprodukten (der Investor besitzt das Produkt und kann es dementsprechend liefern, andernfalls ist er Shortverkäufer) ist die Verbindung zwischen einem CDS und einer bestehenden Kassaposition oftmals nur indirekt vorhanden. Ein Nachweis dürfte mit sehr hohem regulatorischem Aufwand verbunden sein. Durch eine solche Regelung dürfen Marktteilnehmer jedoch nicht daran gehindert werden, umgehend auf Marktentwicklungen reagieren zu können, also beispielsweise Risiken abzusichern oder bestehende Positionen aufzulösen.

Die Einführung von Clearinghäusern kann die Markttransparenz deutlich steigern. Einerseits wird über die verbesserte Übersicht deutlich, wie hoch der Anteil spekulativer Positionen wirklich ist und wer dahinter steckt. Andererseits stellen Abwicklungshäuser sicher, dass sich Marktteilnehmer auch in Situationen großen Stresses und starker Unsicherheit auf die Abwicklung der CDS-Geschäfte und damit auf die Funktionsfähigkeit des Marktes verlassen können. Die Zahlen der DTCC und auch die Untersuchung der BaFin haben gezeigt, dass der CDS-Handel nicht die Turbulenzen ausgelöst hat, er zeigt sie jedoch prominent auf. Zurückzuführen ist der steile Anstieg der Risikoaufschläge der Peripherieländer jedoch auf die katastrophale Finanzlage der Länder. Aufgrund der guten Liquidität ist es aber der CDS-Markt, der den Märkten die schlechten Nachrichten übermittelt.