

Anhörung vor dem Finanzausschuss zur Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps

Anne-Laure Delatte, Associate Professor an der Business School Rouen und Associate Researcher beim OFCE

Die Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (CDS) sieht Meldepflichten und Beschränkungen hinsichtlich Short-Positionen in Aktien und öffentlichen Schuldtiteln sowie ein gesondertes Verbot ungedeckter Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel vor. Darüber hinaus verleiht sie den Regulierungsbehörden der Mitgliedstaaten sowie der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – ESMA) Befugnisse, um in bestimmten Situationen Leerverkaufstätigkeiten und Geschäfte mit Credit Default Swaps beschränken oder untersagen zu können.

1. Lässt sich die Verordnung durch empirische Daten rechtfertigen?

Liegen der geltenden Verordnung, wonach der Leerverkauf und die Nutzung ungedeckter Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel beschränkt ist, empirische Daten im Bereich der Märkte für Credit Default Swaps und Staatsanleihen zugrunde? Was wissen wir über den Einfluss des CDS-Marktes auf den Staatsanleihemarkt?

Im Folgenden stelle ich die Ergebnisse zweier wissenschaftlicher Untersuchungen vor, die ich unlängst mit verschiedenen Koautoren durchgeführt habe und die verdeutlichen, welche Rolle Credit Default Swaps bei dieser Krise gespielt haben. Anschließend werde ich kurz die Struktur des CDS-Marktes beschreiben und auf die alarmierende Konzentration hinweisen, die seit der Verfügbarkeit der Daten über das Transaktionsvolumen zutage getreten ist.

A. Hat der Markt für Credit Default Swaps die Kreditaufnahmekosten europäischer Länder während der Staatsschuldenkrise beeinflusst?

Die erste Ausarbeitung¹ tritt der weitverbreiteten Vorstellung entgegen, dass der relativ kleine Markt der Credit Default Swaps den Anleihespread in Ländern mit seit langer Zeit etablierten und großen Märkten für öffentliche Schuldtitel nicht beeinflussen könne.

Der ausstehende Nettobetrag bei Credit Default Swaps auf Titel europäischer öffentlicher Referenzschuldner macht nur einen geringen Teil des zugrunde liegenden Marktes für Staatsanleihen aus (2 Billionen US-Dollar im Mai 2010). Bei Credit Default Swaps handelt es sich um ein Finanzderivat, das sich auf einen zugrunde liegenden Vermögenswert – eine Unternehmens- oder Staatsanleihe – bezieht. Credit Default Swaps fungieren als eine Art Versicherung und sollen dem Käufer ermöglichen, sich gegen das Zahlungsausfallrisiko eines Schuldners abzusichern. Ein Credit Default Swap ist ein gegenseitiger Vertrag zwischen Käufer und Verkäufer, in dessen Rahmen der Verkäufer den Schutz gegen das Kreditrisiko des Referenzschuldners veräußert.

Der Käufer zahlt eine wiederkehrende Prämie an den Verkäufer. Verschlechtert sich die Haushaltsbilanz eines Staats, erhöhen sich das Risiko und damit einhergehend der Anleihespread und die Versicherungskosten, d. h. die Prämie für Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel. Normalerweise gilt: Je höher das Ausfallrisiko, desto höher die Versicherungsprämie – und nicht etwa umgekehrt. In einem Bericht der Europäischen Kommission vom Dezember 2010 wird die Auffassung vertreten, dass dieser kleine Markt den zugrunde liegenden Geldmarkt nicht beeinflussen könne und dass sich beide Märkte synchron bewegten. Der Bericht kommt zu dem Ergebnis, dass Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel sich nicht negativ auf die Anleihemärkte auswirkten.

Wir haben Daten für zehn westeuropäische Staaten über einen Zeitraum von 2006 bis 2010 untersucht und diese Staaten in Kernländer und "Hochzinsländer" untergliedert. Unsere Ergebnisse lauten wie folgt.

Bei den Hochzinsländern – Griechenland, Portugal, Spanien, Italien und Irland – waren die Credit Default Swaps stets richtungweisend für den Anleihespread, d. h. tatsächlich ist es die Versicherungsprämie, die das Ausfallrisiko beeinflusst. Hinsichtlich der Kernländer kommen wir zu dem Schluss, dass bei einem günstigen Klima der Anleihemarkt richtungweisend ist. Im Fall einer Verschlechterung der Finanzverhältnisse kehrt sich dies jedoch um, sodass dann die

¹ Delatte, A.-L., Gex, M., und Lopez-Villavicencio, A., "Has the CDS market influenced the borrowing cost of European countries during the sovereign crisis?", Journal of International Money and Finance, April 2012.

Credit Default Swaps richtungweisend für die Anleihen werden. Die Versicherungsprämie als solche beeinflusst das Ausfallrisiko immer dann, wenn hohe Marktunsicherheit herrscht. Je höher die Versicherungsprämie, desto höher der Anleihezinssatz, d. h. die Finanzierungsbedingungen für souveräne Staaten. Bei angespannter Marktlage treibt also der wesentlich kleinere CDS-Markt die Zinssätze für Anleihen souveräner Staaten in die Höhe.

Insgesamt haben wir nachgewiesen, dass die Aktivitäten auf dem CDS-Markt die Krise verstärkt haben. Kein Land ist vor diesem widernatürlichen Effekt sicher. In allen europäischen Ländern werden Credit Default Swaps nämlich inzwischen in weiterem Umfang gehandelt als bisher und erleichtern den Anlegern den Eintritt in Positionen mit Hebelwirkung.

Allerdings können diese ersten wissenschaftlichen Anhaltspunkte nicht die Beschränkung von Spekulationspositionen rechtfertigen. Es bestehen nämlich kaum Zweifel, dass die Derivatmärkte bedeutende wirtschaftliche Vorteile mit sich bringen. Sie erlauben einen wirksamen Absicherungsmechanismus und bilden ein Forum für das Zustandekommen und die Verbreitung von Preisinformationen. Diese sogenannte Risikoverlagerungs- und Preisdeckungsfunktion der Futures-Märkte ist inzwischen eindeutig belegt. Deshalb muss man sich Klarheit darüber verschaffen, welche Rolle die Finanzspekulation während der Krise europäischer öffentlicher Schuldtitel gespielt hat und immer noch spielt.

B. Welche Rolle hat die Finanzspekulation während der Krise europäischer öffentlicher Schuldtitel gespielt?

Entfalten die Finanzmärkte eine positive, disziplinierende Wirkung, indem sie die Regierungen zu Korrekturen ihrer Finanzpolitik zwingen? Sollte dies der Fall sein, würde die Beschränkung von Leerverkaufs- und CDS-Positionen schlichtweg das Funktionieren des Marktes beeinträchtigen. Oder aber führt die Spekulation im Gegenteil zu einer Destabilisierung und macht souveräne Staaten für wilde, spekulationsbedingte Schwankungen anfällig? Die Antwort auf diese Fragen ist wichtig, um über die politischen Reaktionen auf die Krise zu entscheiden und die Tauglichkeit der geltenden Vorschriften zu beurteilen.

Wir sind dieser Problematik in einem unlängst veröffentlichten Papier² nachgegangen. Wir haben Daten für fünf periphere europäische Länder untersucht, in denen die Anleihezinssätze am stärksten unter Druck standen – Griechenland, Irland, Italien, Spanien und Portugal. Wir stellen fest, dass Auslöser der Krise europäischer öffentlicher Schuldtitel sowohl

² Delatte, A.-L., und Fouquau, J., "Is the European sovereign crisis self-fulfilling? Empirical evidence about the drivers of market sentiments", C. Bruneau, Arbeitspapier.

makroökonomische Grundbedingungen als auch das von uns so bezeichnete "tierhafte Triebverhalten" waren. Genauer gesagt weisen wir nach, dass der Anstieg der Staatsanleihe-spreads durch einen Stimmungsumschwung des Marktes von Optimismus zu Pessimismus verstärkt wurde. Die zunehmende Eintrübung der Marktstimmung hinsichtlich der peripheren Länder hat die Anleger zum Verkauf von Staatsanleihen veranlasst, wodurch die Zinssätze und die Zinsbeträge stiegen und die Staatsverschuldung untragbar wurde. Die von Griechenland ausgehende Ansteckung der übrigen peripheren Länder ist wahrscheinlich durch simultane Stimmungsumschwünge des Marktes erfolgt.

Am wichtigsten für das hier behandelte Problem sind die genaueren Erkenntnisse, die wir über die für die Marktstimmung während der Krise maßgebenden Faktoren gewonnen haben. Wir haben verschiedene Marktsignale untersucht, die während der Krise koordinierend auf die Erwartungen der Marktteilnehmer eingewirkt haben könnten. Wir konnten nachweisen, dass der Markt für Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel, die Rating-Agenturen sowie die Credit Default Swaps des Bankensektors eine maßgebende Rolle bei der Entwicklung der Marktstimmung während der Krise gespielt haben. Mit anderen Worten: Der Markt lässt sich bei seinen Reaktionen vom CDS-Markt auf öffentliche Schuldtitel, von den Rating-Agenturen und von der Einschätzung des Marktes bezüglich des mit dem Banksektor verbundenen Risikos beeinflussen.

C. Konzentration des CDS-Marktes

Ähnlich wie die meisten Finanzderivate werden auch Transaktionen auf dem CDS-Markt nicht an einer zentralisierten Börse, sondern im Freiverkehr ("Over-the-Counter" – OTC) abgewickelt. Ein wichtiges und alarmierendes Merkmal dieses Marktes ist jedoch sein hohes Maß an Konzentration. Dies wurde in verschiedenen Berichten seit 2010 enthüllt; seit diesem Zeitpunkt sind Transaktionen mit Credit Default Swaps sowohl auf Unternehmenstitel als auch öffentliche Schuldtitel obligatorisch dem Trade Information Warehouse der Depository Trust and Clearing Corporation (DTCCTIW) in den USA zu melden.

Die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC hat in dem Bestreben, ein "Who's Who" zu erstellen, in einer Studie Profile aller Akteure auf dem CDS-Markt veröffentlicht³. Der SEC-Bericht erfasst sämtliche CDS-Transaktionen des Jahres 2011 sowohl nach monatlichen Positionen als auch nach Transaktionsdaten. Darin heißt es, dass 87,2 % des CDS-Handels auf die 15 größten Händler entfallen, wobei 2011 mehr als 1 000 Stellen auf dem CDS-Markt aufgetreten sind.

³ Memorandum, Division of Risk, Strategy and Financial Innovation of the U.S. Securities and Exchange Commission.

Je nach der zugrunde gelegten Definition lässt sich sogar eine noch höhere Konzentration feststellen. So berichtet etwa das Office of the Comptroller General of the United States, dass im vierten Quartal 2008 die sechs höchstplatzierten Organisationen⁴ 99,6 % der gesamten ausstehenden Beträge bei Credit Default Swaps auf sich vereinigten – der Anteil von JP Morgan Chase allein betrug 52,8 %.

Die Anzahl der pro Tag gehandelten CDS-Kontrakte ist übrigens sehr niedrig: Im April 2010 bei Ausbruch der Krise öffentlicher Schuldtitel waren es 59 in Bezug auf Spanien, 49 in Bezug auf Griechenland, 38 in Bezug auf Italien und 15 in Bezug auf Irland. Diese Zahlen sind sogar überhöht, wenn man bedenkt, dass 83,7 % des gesamten Handels zwischen den Händlern selbst und lediglich 16,3 % mit Nichthändlern erfolgt, d. h. unseren echten "Endnutzern" der CDS auf öffentliche Schuldtitel. Bei Berücksichtigung dieses Umstands beläuft sich z. B. der Handel mit Credit Default Swaps auf Griechenland durch echte Endnutzer, die keine Händler sind, auf lediglich 7,9 Umsätze pro Tag. Von den höchsten 20 auf öffentliche Schuldtitel bezogenen Umsätzen wurden während einer Woche nur schätzungsweise 4,4 Transaktionen pro Tag von Nichthändlern getätigt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass in den USA die "großen Sechs" und auf internationaler Ebene ein paar mehr Akteure den Markt für Kreditderivative beherrschen. Die spielen miteinander. Der Preis in der Händlerszene wird also nur von einigen ganz wenigen Leuten bewegt. Angesichts dessen können Absprachen nicht ausgeschlossen werden: Es ist vorstellbar, dass ein Großteil der "Preisbewegungen" bei Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel darauf zurückzuführen sein könnte, dass Händler den Preis ändern, ohne dass irjemand Credit Default Swaps gekauft hat.⁵

Insgesamt liefern wissenschaftliche Untersuchungen Argumente für eine strenge Regulierung des CDS-Markts. Alle steuerlichen Anstrengungen, die wir derzeit unternehmen, um die Haushalte auszugleichen, richten auf sozio-ökonomischer Ebene großen Schaden an. Diese enormen Anstrengungen könnten durch Finanzspekulation zunichte gemacht werden. Eine hier ansetzende Regulierung ist genau das Ziel der Verordnung, mit der ein harmonisierter Rahmen für ein koordiniertes Vorgehen auf europäischer Ebene geschaffen werden soll.

⁴ JP Morgan, Bank of America, Citibank National, Goldman Sachs Bank USA, HSBC Bank USA, Wachovia Bank National. Die Daten stammen von der Organisation Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), deren Schwerpunkt auf den USA liegt, was erklärt, weshalb auf den ersten Plätzen lediglich US-amerikanische Unternehmen zu finden sind.

⁵ Siehe Kamakura Blog: Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel und was man von Gebrauchtwagenhändlern lernen kann.

2. Eine Bewertung der Verordnung: Was taugt sie?

Die Verordnung sieht Meldepflichten und Beschränkungen hinsichtlich Short-Positionen in Aktien und öffentlichen Schuldtiteln sowie ein gesondertes Verbot ungedeckter Credit Default Swaps vor. Ist dies angemessen? Wird die Verordnung Wirkung entfalten? Gibt es möglicherweise Regelungslücken?

A. Meldepflicht oder Standardisierung: Argumente für eine Standardisierung

Meldepflichten für Short-Positionen in Aktien und öffentlichen Schuldtiteln werden den Regulierungsbehörden wahrscheinlich keine wirksame Überwachung des Marktes ermöglichen.

Wie es in der Verordnung selbst heißt, ist Transparenz für die Gewährleistung eines wirksamen Funktionierens und Überwachens von größter Bedeutung. Mehr Daten bedeuten jedoch nicht automatisch mehr Transparenz. Wichtig ist, dass die Regulierungsbehörde relevante Daten erhält und auswertet. Der Vorgang kann unglaublich zeitaufwendig und letztlich dennoch wirkungslos sein. Es kommt daher vor allem darauf an, eine Struktur zu finden, die eine automatische Erfassung und Nutzung relevanter Angaben erlaubt. Eben dies ist die Aufgabe von Clearingstellen auf standardisierten Märkten.

Eine Clearingstelle ist eine Finanzinstitution, die Clearing- und Abwicklungsleistungen für Finanztransaktionen erbringt. Durch eine unabhängige Bewertung der Kontrakte und Sicherheiten erstellt die Clearingstelle die für die Überwachung der Marktaktivität relevanten Informationen. Eine Standardisierung der Kontrakte erhöht die Transparenz und erleichtert die Preisfindung. Im Fall eines zu stark konzentrierten Marktes wie des CDS-Marktes tragen Standardisierung und Clearing durch zentrale Gegenparteien entscheidend dazu bei, der Undurchsichtigkeit und der damit verbundenen Absprachen zwischen großen Händlern entgegenzuwirken, die mutmaßlich derzeit auf dem CDS-Markt stattfinden. Da die Clearingstelle Abwicklungsleistungen erbringt, ist sie darüber hinaus automatisch auch für die Sicherheit des Transaktionssystems verantwortlich. Zur Gewährleistung dieser Sicherheit ist sie zur Beschränkung von Handelspositionen befugt, etwa durch Aufforderung zum Wertausgleich bei nicht verrechneten Transaktionen (Forderung von Sicherheiten). Zusammenfassend lässt sich sagen: Clearingstellen gehören zum Markt, sie sind wesentlich für das Funktionieren des Marktes und damit natürliche und glaubwürdige Beteiligte der Marktregulierung.

Demzufolge – und auch zur Vermeidung einer Fragmentierung des Finanzreformprozesses auf internationaler Ebene – ist es von höchster Bedeutung, dass die geltende EU-Verordnung die Marktreform für OTC-Finanzderivate ergänzt, diese jedoch nicht ersetzt. Tatsächlich steht die Reform dieses Markts bereits seit 2009 ganz oben auf der Tagesordnung der G20. Auf dieser Ebene wird zwar ebenfalls eine Verbesserung der Transparenz des OTC-Markts angestrebt, die Modalitäten unterscheiden sich jedoch von den in Europa eingeführten Vorschriften. Das Ziel besteht darin, weniger individuell ausgestaltete Kontrakte und mehr standardisierte Kontrakte zu handeln. Es bestehen bereits bedeutsame Anreize wie etwa Kapitalausstattungserfordernisse, um die Standardisierung der OTC-Derivatekontrakte zu fördern. Es ist äußerst bedauerlich, dass die derzeitige EU-Verordnung sich auf eine Meldepflicht beschränkt, die eigentlich nur als erster Schritt auf dem Weg zu echter Transparenz gesehen werden kann. Realistischerweise können nur eine Standardisierung und eine Clearingstelle zu erhöhter Transparenz führen.

B. Verbot ungedeckter Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel

Zur wirksamen Kontrolle von Leerverkäufen ist eine enge Regelung des CDS-Marktes unbedingt notwendig. Der Ankauf eines Credit Default Swap, ohne den zugrunde liegenden Vermögenswert zu halten, ist eine kostengünstige Möglichkeit zum Leerverkauf einer Anleihe. Beim Leerverkauf muss der Anleger Sicherheiten mobilisieren, um sicherzustellen, dass er sich diese zu dem Zeitpunkt, zu dem sie benötigt werden, leihen kann. Beim Erwerb eines Credit Default Swap ist hingegen nur Bargeld für die Prämie, aber keine Sicherheit erforderlich. Darüber hinaus benutzen Anleger Credit Default Swaps vielfach zur Senkung ihres Eigenkapitalkoeffizienten, da das Vorhalten von Credit Default Swaps die Qualität des Bankvermögens erhöht.

In der Praxis dürfte das Verbot ungedeckter Credit Default Swaps jedoch wohl nur schwer durchzusetzen sein. Um Marktteilnehmer wirksam kontrollieren zu können, müssten den Regulierungsbehörden eigentlich täglich die zusammengefassten Positionen der Teilnehmer zugänglich sein. Die Investitionsbanken sind aber so unglaublich groß geworden, dass es unrealistisch ist, eine Momentaufnahme der Handelsbücher und Bilanzen mit so kurzen zeitlichen Abständen zu erlangen. Um eine ungefähre Vorstellung zu vermitteln, was realistischerweise machbar ist: Die DTCC fasst die Volumendaten für CDS-Transaktionen wöchentlich zusammen, da sich solche Daten wesentlich einfacher beschaffen lassen als zusammenfassende Daten für die Handelsbücher. Angesichts dessen muss man sich fragen: Wie kann dafür gesorgt werden, dass die zugrunde liegende Staatsanleihe, die am selben Tag

gekauft wird wie der Credit Default Swap (wie dies die Verordnung verlangt), nicht am nächsten Tag im Rahmen eines Swapkontrakts gegen eine andere Sicherheit getauscht wird?

Außerdem sind in der Verordnung Market-Maker von dem Verbot ungedeckter Credit Default Swaps und den Leerverkaufsbeschränkungen ausgenommen. Diese Ausnahme ist deshalb vorgesehen, weil Market-Making-Tätigkeiten für die Bereitstellung von Liquidität auf dem Markt definitiv nützlich sind. Allerdings sind die bedeutenden Teilnehmer auf den Staatsanleihe- und CDS-Märkten auch Market-Maker. Ein Marktteilnehmer gilt als Market-Maker, wenn das Volumen seiner Transaktionen groß genug ist und er für jede beliebige von einem Endnutzer gewünschte Transaktion einen Preis macht. Insgesamt lässt sich sagen, dass jede große Investitionsbank ein Market-Maker ist. Aufgrund ihrer Stellung haben Market-Maker in der Praxis einen Gesamtüberblick über den Markt, sie kennen Volumina und Preise besser als irgendjemand anders. Und genau sie sind es, denen dieser Wettbewerbsvorteil beim Handel für eigene Rechnung zugute kommt.

Es ist übrigens nicht ungewöhnlich, dass Market-Maker gleichzeitig auch in großem Stil für eigene Rechnung Handel treiben, eine Tätigkeit, die naturgemäß nicht durch das Bestreben nach Absicherung motiviert ist, sondern in reiner Spekulationsabsicht erfolgt. Es besteht daher die konkrete Gefahr, dass die Ausnahme ausgerechnet für Marktteilnehmer gilt, deren Tätigkeiten die Verordnung gerade beschränken will.

C. Argumente für die Einbeziehung von Credit Default Swaps auf Unternehmensschuldtitle

Schließlich gilt die in der geltenden Verordnung vorgesehene Beschränkung nur für ungedeckte Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitle. Wie jedoch bereits erwähnt, belegen unsere aktuellen Untersuchungen, dass auch Credit Default Swaps auf Unternehmenstitle eine wichtige Rolle für die Stimmungslage des Marktes gespielt haben. Tatsächlich gehört die Wechselbeziehung zwischen Finanzsektor und Kreditrisiko öffentlicher Schuldner zu den besonderen Merkmalen der europäischen Staatsschuldenkrise. Zur Vermeidung einer Kreditklemme und eines Leistungsverlustes der Realwirtschaft haben die Regierungen umfängliche Rettungsaktionen unternommen, die eine sofortige Emission weiterer staatlicher Schuldtitle notwendig gemacht haben. Dies hat zu einer Erhöhung des Kreditrisikos des Staates geführt. Ein Anstieg der Prämien für Bank-CDS wurde also als Signal für die weitere Verschlechterung der Haushaltslage des Staates verstanden. Deshalb muss der Geltungsbereich der geltenden Verordnung ausgedehnt werden.

Fazit

Insgesamt gibt es wissenschaftliche Belege dafür, dass Finanzspekulationen unter bestimmten Umständen eher eine destabilisierende als disziplinierende Wirkung entfalten. Deshalb muss die Regulierung der Finanzmärkte verschärft werden. Insbesondere gibt es spezifische Finanzinstrumente wie etwa Credit Default Swaps, die dazu benutzt werden, Wetten gegen den Markt abzuschließen. Es ist daher wichtig, eine angemessene Regelung für diese Finanzinstrumente zu finden. Insoweit möchte ich die Aufmerksamkeit der Politik auf einige offene Fragen bezüglich der geltenden Verordnung richten. Erstens bedeuten mehr Informationen nicht mehr Transparenz. Nur eine Standardisierung und eine Clearingstelle können realistischerweise zu erhöhter Transparenz führen. Es ist von höchster Bedeutung, dass die geltende EU-Verordnung die internationale Marktreform für OTC-Finanzderivate ergänzt, diese jedoch nicht ersetzt. Zweitens bleibt die praktische Durchsetzung des Generalverbots ungedeckter Credit Default Swaps zweifelhaft. Eine Verordnung, die in der Praxis nicht durchsetzbar ist, birgt die Gefahr in sich, ein trügerisches Sicherheitsgefühl zu vermitteln.