

## **Antwort**

### **der Bundesregierung**

**auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler, Florian Toncar, Jens Ackermann, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP  
– Drucksache 16/11947 –**

### **Finanzpolitische Bewertung von Credit Default Swaps**

#### Vorbemerkung der Fragesteller

Kreditderivate wie Credit Default Swaps (CDS) dienen der Ausdifferenzierung und Vertiefung des Finanzsektors. Im Kern ermöglichen derartige Lösungen eine Trennung der mit einem Kredit verbundenen Risiken von der zugrunde liegenden Kreditbeziehung. Ausfallrisiken werden dadurch zu einem handelbaren Gut, was aus volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten tendenziell zu einer breiten Risikoverteilung und gleichzeitiger Kreditvolumenausweitung führen kann. Aus Sicht des Sicherungsnehmers haben CDS-Lösungen einen versicherungstechnischen Charakter.

Die Deutsche Bundesbank hat bereits 2004 auf den ambivalenten Charakter von CDS-Lösungen hingewiesen. Derartige Instrumente können die Absorptionsfähigkeit des internationalen Finanzsystems stärken, aber auch neue Marktrisiken begründen. Als vorausschauende Bankenaufsicht hat die Deutsche Bundesbank eine laufende Beobachtung des Marktes für den Kreditrisikotransfer empfohlen.

1. Welche Maßnahmen zur im Monatsbericht Dezember 2004 seitens der Deutschen Bundesbank als unverzichtbar angesehenen Beaufsichtigung des Marktes für den Kreditrisikotransfer hat die deutsche Bankenaufsicht seitdem realisiert?

Gemäß dem Monatsbericht Dezember 2004 sieht die Bundesbank eine laufende Beobachtung des Marktes für den Kreditrisikotransfer insbesondere zur Gewinnung neuer Erkenntnisse in Bezug auf die Finanzmarktstabilität als unverzichtbar an. „Credit Default Swap“(CDS)-Spreads sind einer von vielen möglichen Frühwarnindikatoren, die einen Hinweis auf mögliche Instabilitäten des Finanzsystems liefern können. Die Entwicklung des Marktes für Kreditderivate wurde ebenso wie die Entwicklung der anderen „Over the Counter“(OTC)-Märkte durch die BaFin und die Bundesbank seit Dezember 2004 weiterhin aufmerksam beobachtet, z. B. durch Analyse von Marktpreisen und Handelsvolumina, durch

gezielte Umfragen sowie durch Gespräche mit Marktteilnehmern. Dabei werden u. a. folgende Analysen durchgeführt:

- Aufgrund der angespannten Lage an den Finanzmärkten verstärkte die Bankenaufsicht die tägliche Analyse von CDS-Spreads besonders gefährdeter Länder sowie Unternehmen. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse werden u. a. dazu genutzt, Umfragen bei den Instituten über bestimmte besonders risikobehaftete Exposures zu starten.
- Die Bundesbank wertet die CDS-Spreads sowie Daten zum CDS-Volumen deutscher Banken in ihren regelmäßig erscheinenden Berichten (z. B. Monatsbericht, Finanzstabilitätsbericht) aus.
- Seit März 2006 wendet die BaFin ein Frühwarnsystem für Konzentrationsrisiken an. Hierbei werden die CDS-Spread-Entwicklungen der Top 100 Kreditnehmer von deutschen Instituten analysiert. Das System zeigt hohe CDS-Spreads auf, warnt aber auch, wenn CDS-Spreads signifikant steigen. Für Kreditnehmer mit erhöhtem Ausfallrisiko wird das Risiko-Exposure der kreditgewährenden Institute respektive des deutschen Finanzsektors ermittelt.
- Weiterhin waren die BaFin und die Bundesbank auf G-10-Ebene an der Erstellung des Berichts „New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives“ beteiligt (zu finden unter <http://www.bis.org/publ/cpss77.htm>), der Verbesserungen in der Abwicklung des außerbörslichen Derivatehandels anregt. Insbesondere die gegenwärtigen Turbulenzen an den Finanzmärkten haben gezeigt, dass solche Verbesserungen risikopolitisch notwendig sind. Daher unterstützt die Bankenaufsicht entsprechende Forderungen und Initiativen des Forums für Finanzstabilität (FSF), der G-20, des Eurosystems und der EU-Kommission zur Einführung eines oder mehrerer zentraler Kontrahenten für außerbörslich gehandelte Derivate, wie zum Beispiel CDS.

2. Wie hat sich das Marktvolumen für CDS-Lösungen in den vergangenen fünf Jahren in der Bundesrepublik Deutschland – deutsches Unternehmen entweder Sicherungsgeber oder -nehmer –, in der Europäischen Union sowie weltweit entwickelt?

CDS-Geschäfte werden zumeist nicht über eine Börse, sondern bilateral (OTC) abgewickelt. Insofern gibt es keine umfassende und disaggregierte Statistik, mit der die o. a. Frage präzise beantwortet werden könnte. Zur Beantwortung der Frage wird deshalb auf folgende öffentlich verfügbare Daten zurückgegriffen:

Zahlen aus der Zahlungsbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank

Wie die Zahlungsbilanzstatistik der Bundesbank im Kapitel „II. Außenwirtschaftliche Bestandsstatistik“ unter „5. Der globale Markt für OTC-Derivate“ ausweist, sind die ausstehenden Nominalwerte deutscher Banken von 0,9 Bio. Euro Ende 2004 auf 3,8 Bio. Euro Mitte 2008 gestiegen. Diese Werte werden durch eine Erhebung bei sieben im Derivategeschäft aktiven deutschen Banken gewonnen und fließen in die OTC-Derivatestatistik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ein, zu der insgesamt 60 Banken beitragen. Die ausstehenden Nominalwerte stiegen weltweit von 4,7 Bio. Euro Ende 2004 auf 36,4 Bio. Euro Mitte 2008. Aggregierte Daten für die Europäische Union liegen nicht vor.

Zahlen der DTCC

Seit November 2008 veröffentlicht der Betreiber eines Data Warehouse für OTC-Derivate, DTCC (Chicago), Informationen zu CDS. DTCC deckt jedoch nur einen Teil der weltweiten CDS-Transaktionen ab. Das ausstehende Brutto-

bzw. Marktvolumen im DTCC-Register beträgt aktuell ca. 25,8 Bio. US-Dollar (Stand 6. Februar 2009). Unter der Annahme, dass DTCC zwei Drittel des Marktes abdeckt, dürfte das maximale weltweite Volumen daher aktuell bei maximal 40 Bio. US-Dollar liegen.

3. Wie haben sich CDS-Prämien in der Europäischen Union durchschnittlich seit Juli 2007 entwickelt (wenn möglich Verlauf nach Risikoklassen angeben)?

Geeignete Gradmesser für die Entwicklung der CDS-Spreads sind die Markit-iTraxx-Indizes. Der Markit-iTraxx Europe repräsentiert den Verlauf der CDS-Spreads für 125 europäische Unternehmen mit einem Investmentgrade-Rating. Der Markit-iTraxx Crossover repräsentiert die CDS-Spreads für 50 europäische Unternehmen mit Sub-Investmentgrade Rating.

Die CDS-Spreads für Unternehmen mit einem Investmentgrade-Rating haben sich in der Zeit vom 1. Juli 2007 bis 30. Januar 2009 durchschnittlich von ca. 26 Basispunkten (bp) auf ca. 160 bp erhöht. Bei Unternehmen mit einem Rating unterhalb Investmentgrade kam es im gleichen Zeitraum durchschnittlich zu einem Anstieg von ca. 240 bp auf ca. 1 078 bp.

4. Wie haben sich die Volumina der Ausgleichszahlungen in der Europäischen Union im gleichen Zeitraum als Folge eines Kreditereignisses – in der Regel Zahlungsverzug oder -ausfall; Antrag auf Insolvenz; Restrukturierung von Verbindlichkeiten – entwickelt (wenn möglich Verlauf nach Risikoklassen angeben)?

Ausgleichszahlungen infolge eines Kreditereignisses fallen dann an, wenn hierfür ein Cash-Settlement-Prozess statt der physischen Lieferung der betroffenen Anleihen vereinbart wurde. Dieser Prozess wird durch Auktionen unter Regie des Branchenverbandes ISDA gesteuert. Bisher kam es nur 2009 zum Ausfall von vier Unternehmen aus der EU, auf die internationale Auktionen zu CDS stattgefunden haben. Das Gesamtvolumen der daraus resultierenden Zahlungen beläuft sich auf etwa 3,4 Mrd. US-Dollar.

5. In welchem Volumen erfolgten Ausgleichszahlungen im Kontext der drei durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ausgesprochenen Moratorien gegen die Weserbank AG, die Lehman Brothers Bankhaus AG sowie die Kaupthing Bank hf?

Weserbank AG, Lehman Brothers Bankhaus AG und Kaupthing Bank hf., Niederlassung Deutschland waren keine üblichen Referenzunternehmen für CDS. Ausstehende CDS haben sich primär auf die Muttergesellschaft von Lehman Brothers Bankhaus AG sowie auf die isländische Kaupthing hf. bezogen. Das Volumen ausstehender CDS hinsichtlich der von der BaFin ausgesprochenen Moratorien dürfte damit allenfalls sehr gering gewesen sein und aus vereinzelt abgeschlossenen, individuell maßgeschneiderten Geschäften stammen.

6. In welchem Umfang hat die Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH CDS-Lösungen jeweils emittiert respektive erworben?

Im Bundesschuldenwesen werden Credit Default Swaps weder erworben noch veräußert.

7. In welchem Umfang hat die KfW Kreditanstalt für Wiederaufbau CDS-Lösungen in den letzten fünf Jahren jeweils emittiert respektive erworben?

Grundsätzlich betreibt die KfW keinen Handel mit CDS, sondern setzt das Instrument nur im Fördergeschäft und zur Risikoabsicherung ein. Über die KfW-eigenen Verbriefungsplattformen PROMISE und PROVIDE hat die KfW im Rahmen ihrer Förderaktivitäten seit 2000 synthetische Verbriefungen von insgesamt rund 123 Mrd. Euro abgeschlossen, davon 73 Mrd. Euro in den letzten fünf Jahren (2004 bis 2008). Per 31. Januar 2009 valutieren insgesamt noch 44 Mrd. Euro. Die KfW hat bei den Transaktionen in ihrer Rolle als Intermediär das Ausfallrisiko des zugrunde liegenden Kreditportfolios per Credit Default Swap oder Bankgarantie übernommen und in der Regel zeitgleich am internationalen Kapital- und Bankenmarkt ausplatziert.

Im Rahmen ihres Portfoliomanagements setzt die KfW seit 2004 Single Name Credit Default Swaps (SNCDS) zur Absicherung eigener Kreditrisiken ein. Aufgrund des Geschäftsmodells (Durchleitungsgeschäft) liegt der Schwerpunkt der Absicherungsgeschäfte hierbei auf deutschen Bankenadressen. Insgesamt wurde ein Nominalvolumen von rd. 2 Mrd. Euro abgesichert.

8. In welchem Umfang hat die Deutsche Bundesbank CDS-Lösungen in den letzten fünf Jahren jeweils emittiert respektive erworben?

Die Bundesbank ist zu keinem Zeitpunkt als Emittentin bzw. Protection Seller von CDS aufgetreten. CDS werden weder direkt noch indirekt (z. B. über synthetische Verbriefungen) als notenbankfähige Sicherheiten akzeptiert. Insofern fand auch kein Erwerb von CDS-Lösungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften statt.

9. Welchen Anteil haben öffentlich-rechtlich Unternehmen am Gesamtvolumen des deutschen Marktes für den Kreditrisikotransfer, jeweils als Sicherungsgeber und -nehmer?

Der Anteil öffentlich-rechtlicher Institute am Nominalvolumen ausstehender Kontrakte der deutschen Institute beträgt bei Kreditnehmer- und Kreditgeberpositionen jeweils weniger als 10 Prozent.

10. Haben aus Sicht der Bundesregierung CDS-Lösungen seit Juli 2007 tendenziell eher stabilisierende oder eher destabilisierende Effekte auf den Finanzsektor in der Europäischen Union entfaltet?

Grundsätzlich können CDS vorhandene Kreditrisiken absichern, das Risiko-profil von Kreditportfolien maßgerecht schneiden und somit einen stabilisierenden Effekt haben. Zu destabilisierenden Effekten kann es insbesondere durch den Ausfall großer Kreditnehmer kommen, die häufig als Referenzunternehmen für CDS-Kontrakte verwendet wurden. Dabei ist in der jüngeren Vergangenheit die Abwicklung der CDS-Geschäfte prominenter Referenzunternehmen wie Lehman Brothers bisher weitgehend störungsfrei erfolgt.

11. Sieht die Bundesregierung bezüglich des Marktes für den Kreditrisikotransfer einen regulatorischen Handlungsbedarf, und wenn ja, welchen?

Im Rahmen der verschiedenen Initiativen auf Ebene G-20 und EU-Kommission werden unter Mitwirkung der Bundesregierung derzeit Optionen geprüft, wie systemische Risiken von CDS und anderen OTC-Transaktionen reduziert wer-

den können. Zu möglichem regulatorischem Handlungsbedarf hinsichtlich der Eigenmittelanforderungen für den Kreditrisikotransfer, insbesondere über CDS-Lösungen, wird auf die Antwort zu Frage 18 verwiesen.

12. Hat die Bundesregierung gegenüber der Europäischen Kommission eine offizielle Position zur Regulierung des Marktes für den Kreditrisikotransfer abgegeben, und wie lautet diese im Detail (gegebenenfalls Originalformulierung im Anhang angeben)?

Die Bundesregierung äußert sich gegenüber der Europäischen Kommission in den entsprechenden europäischen Gremien.

13. In welchen Sitzungen des Ecofin respektive des Europäischen Rates war eine mögliche Regulierung des Marktes für den Kreditrisikotransfer Gegenstand der Diskussionen, und was waren gegebenenfalls die wesentlichen Ergebnisse?

Im ECOFIN vom 2. Dezember 2008 wurden als notwendige Schritte zur Stärkung der Finanzmarktstabilität die Verminderung des Gegenparteirisikos im CDS-Markt und der Übergang vom bilateralen zum CCP-Clearing angesprochen.

14. Wie beurteilt die Bundesregierung die Option einer gesetzlich vorgeschriebenen europäischen Clearing-Stelle, und welche Institution sollte aus welchen Gründen dieses Clearing verantworten?

Die Einrichtung einer zentralen Clearing-Stelle erscheint besonders für weitgehend standardisierte Kontrakte sinnvoll. Eine solche Clearing-Stelle kann dazu beitragen, dass Kontrahentenrisiken aus CDS-Geschäften minimiert werden.

Die Stabilität einer zentralen Clearing-Stelle ist dabei von hoher systemischer Relevanz für die Finanzmarktstabilität. Die zentrale Clearing-Stelle sollte deshalb über eine sehr gute Kapitalbasis sowie über eine erprobte technische Infrastruktur und tragfähige Risikomanagementprozesse verfügen.

15. Wie beurteilt die Bundesregierung die Option, auch Institutionen außerhalb der Europäischen Union als mögliche zentrale Clearing-Stelle im Kontext möglicher gesetzlicher Vorschriften zuzulassen?

Die hohe systemische Relevanz zentraler Clearing-Stellen verlangt eine intensive Beaufsichtigung dieser Einrichtungen. Um diese Aufsicht zu gewährleisten, wird grundsätzlich eine zentrale Clearing-Stelle innerhalb der Europäischen Union befürwortet. Im Übrigen wird auf die Antwort zu Frage 14 verwiesen.

16. Wie beurteilt die Bundesregierung eine Clearing-Stelle, die lediglich jede Transaktion zur Erreichung von Markttransparenz registriert, im Vergleich zu einer solchen Institution, die zusätzlich das Gegenparteirisiko übernimmt?

Die geschilderten Funktionalitäten sind nicht vergleichbar und stehen auch nicht in einem Stufenverhältnis. Bei einem Clearing wird das Kontrahentenrisiko übernommen und durch geeignete Sicherungsmechanismen reduziert. Eine zentrale Stelle, an der die Kontrakte zusammenlaufen, um die Markttransparenz für

andere Teilnehmer bzw. die Aufsichtsbehörden zu erhöhen, dient anderen Zwecken als dem Clearing. Mit dem zentralen Datenanbieter DTCC existiert bereits jetzt eine Stelle, bei der die Mehrheit der neu abgeschlossenen CDS-Kontrakte registriert wird.

17. Kann die Bundesregierung ausschließen, dass eine Clearing-Stelle, gleich welcher Ausgestaltung, zu einer Erhöhung der Transaktionskosten und/oder zu einer Reduktion der maßgeschneiderten Flexibilität von CDS-Lösungen führt?

In Anbetracht der Vielzahl der CDS-Produkte auf dem Markt ist eine pauschale Antwort nicht möglich. Grundsätzlich ist die Etablierung einer zentralen Clearing-Stelle für die Marktteilnehmer zunächst mit einem Investitionsaufwand, etwa für die technische Anbindung, verbunden. Damit können auch erhöhte Transaktionskosten auftreten. Zu erwarten ist jedoch, dass diese zumindest teilweise durch Kostensenkungen infolge einer stärkeren Automatisierung und Standardisierung, des Skaleneffektes sowie der vereinfachten Überwachung der Kontrahentenrisiken kompensiert werden können. Im Übrigen wird auf die Antwort zu Frage 18 verwiesen.

18. Wie beurteilt die Bundesregierung die Option, CDS-Lösungen zukünftig anders mit Eigenmitteln zu unterlegen als derzeit unter Basel II, und welche derartigen Maßnahmen befürwortet die Bundesregierung?

Auf Initiative von EU-Kommissar McCreevy und Pervenche Berès (Vorsitzende des ECON-Ausschusses des Europäischen Parlaments) soll die „Capital Requirements Directive“ (CRD) dahingehend angepasst werden, dass eine Eigenkapital entlastende Anrechnung von Kreditderivaten davon abhängig gemacht wird, ob die Abwicklung über einen zentralen Kontrahenten in Europa erfolgt.

Die Bundesregierung unterstützt Maßnahmen zur Reduzierung des Kontrahentenrisikos, etwa durch Einschaltung eines zentralen Kontrahenten. Die Nutzung eines zentralen Kontrahenten dürfte aber eine weitgehende Standardisierung der darüber abzuwickelnden CDS erfordern. Dies könnte den Nutzen von CDS als maßgeschneiderte Risikominderungsinstrumente beeinträchtigen. Unter Berücksichtigung dieser beiden Aspekte unterstützt die Bundesregierung die Entwicklung von Lösungsvorschlägen zur Senkung des Gesamtrisikos im Finanzsektor.

19. In welchem Umfang kann der Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung gegenwärtig als Sicherungsgeber unter Nutzung von Credit Default Swaps auftreten?

Der Finanzmarktstabilisierungsfonds kann im Rahmen einer Risikoübernahme als Sicherungsgeber von Credit Default Swaps fungieren. Hierfür gelten die Bedingungen von § 8 FMStFG und § 4 FMStFV; insbesondere liegt die Obergrenze für die Besicherung von Risikopositionen vorbehaltlich einer Entscheidung des Lenkungsausschusses der Finanzmarktstabilisierungsanstalt im Einzelfall bei 5 Mrd. Euro pro Finanzunternehmen.

20. Was spricht aus Sicht der Bundesregierung gegen eine stärkere Nutzung des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung als Sicherungsgeber?

Bei einem Credit Default Swap handelt es sich – anders als bei einer Garantie – um eine synthetische Absicherung: Der Sicherungsnehmer erhält bei Eintritt des vereinbarten Ausfallereignisses eine Ausgleichzahlung unabhängig davon, ob ihm durch den Ausfall des Referenzschuldners des CDS tatsächlich ein Schaden entsteht. Außerdem führt der Abschluss von Credit Default Swaps beim Sicherungsnehmer in der Regel nicht zu einer bilanziellen Entlastung. Daher sind die Nutzungsmöglichkeiten von CDS für die Finanzmarktstabilisierungsanstalt begrenzt.

