



**Universität
Zürich^{UZH}**

Lehrstuhl Prof. Marc Chesney

Universität Zürich
Institut für Banking und Finance
Plattenstrasse 32
CH-8032 Zürich
Telefon +41 634 41 07

**Bachelor of Arts in Wirtschaftswissenschaften
(Studienschwerpunkt Banking and Finance)**



**Universität
Zürich^{UZH}**

**Credit Default Swaps und ihre Auswirkungen auf die
Finanz -und Eurokrise**

vorgelegt von

Azdren Mulaj

Abgabedatum: 10.04.2017

bei

Prof. Dr. Marc Chesney

Institut für Banking und Finance

1. Executive Summary

1.1. Problematisierung

Sowohl über die Finanz- und Eurokrise selbst, als auch über die Ursachen und Folgen der Krise existiert eine umfassende Literatur. Die Finanzkrise sucht demnach ihre wesentliche Ursache in der Kreditpolitik der USA und der überhöhten und leichtfertigen Finanzierung von Immobilien. Diese Finanzierungen wurden „verpackt“ und im Rahmen von Syndizierungstransaktionen insbesondere nach Europa verkauft (Strachman/Fucidji 2010, S. 4 ff.). Als dann Leistungsausfälle in den USA bei den Kreditnehmern aufgrund der rückläufigen Immobilienpreise folgten, fielen gleichzeitig auch die verkauften Pakete aus, was wiederum zu Leistungsstörungen bei den Banken, weiteren Zahlungsausfällen bei den Kunden und schliesslich zu Insolvenzen zahlreicher Kreditinstitute führte (Backhaus et al., 2011, S. 5 ff.). Weltweite Liquiditätsengpässe und grosse Vertrauensverluste auf dem Interbankenmarkt waren die Folge vom Ende des Immobilienbooms in den USA. Zahlreiche Rettungspakete folgten; anfänglich waren diese auf US-Immobilienbesitzer ausgerichtet, richteten sich aber spätestens seit Ausdehnung der Finanzkrise auf die Staaten selbst aus (Taylor, 2009, S. 4). Dies macht deutlich, dass sich die Finanzkrise im Laufe der Entwicklung seit 2007/2008 über eine Wirtschafts- und Währungskrise (Eurokrise) hin zu einer Staatsschuldenkrise entwickelte.

1.2. Einführung

Vor und während der Krise waren die Regulationen im Finanzmarkt eher simpel gehalten. Die Folgen davon zeigten sich schliesslich auch in einer drastischen Verschärfung regulatorischer Anforderungen u.a. für die Kreditinstitute. Beispielhaft können hier die vielfältigen Regelungen unter „Basel III“ (z.B. Einführung einer Liquidity Coverage Ratio (LCR), einer Net Stable Funding Ratio (NSFR) und einer Leverage Ratio (LR)), sowie die Etablierung der European Banking Authority (EBA) in London als neue global agierende Finanzaufsichtsbehörde (de Larosière, 2009, S. 7 ff.) genannt werden. Auch Regelungen für den Umgang mit Derivaten (z.B. der Dodd-Frank-Act in den USA oder die European Market Infrastructure Regulation (EMIR) für die EU) waren eine wesentliche regulatorische Folge. Hauptziel war die Etablierung einer Central Counterparty (CCP), welche als Vertragspartei zwischen Käufer und Verkäufer auftritt. Das Gegenparteirisiko wird dadurch gemildert und die Transaktionen werden transparenter (Stan, 2012, S. 212 ff.).

Werden die Ursachen der Krise genauer hinterfragt, so können neben den allgemeinen und zum Teil bereits genannten, vorwiegend volkswirtschaftlich geprägten Aspekten – ein schlecht gerüsteter Staat, ein Moral-Hazard-Verhalten der Banken und eine Deregulierung des Finanzwesens – insbesondere auch die im Rahmen des Moral Hazard der Banken genutzten Finanzinstrumente genannt werden, welche für die „Verpackung“ der Forderungen als Vehikel dienten und die Kreditrisiken absicherten, sowie dabei gleichzeitig für den Prämienempfänger attraktive Verzinsungen sicherstellen (de Larosière, 2009, S. 7 ff.; Coudert/Gex, 2010, S. 161-167; The Financial Crises Inquiry Commission (Hrsg.), 2011, S. 5 ff.). Hierzu dienten im Wesentlichen Credit Default Swaps (CDS), die seit den späten 90er Jahren eine enorme Expansion erfahren haben und sowohl als Risikoabsicherungsinstrumente, als auch als Spekulationsinstrumente eingesetzt wurden. So ist von 1998 bis 2008 das Volumen der CDS von 180 Milliarden US-Dollar auf 57 Billionen US-Dollar angestiegen (Stulz, 2009, S. 73-92). Vor diesem Hintergrund wird unter einem CDS ein Kreditderivat verstanden, das dazu dient, Ausfallrisiken von Krediten oder Anleihen auf den Märkten „handelbar“ und „versicherbar“ zu machen. Grundlage eines CDS ist ein Basiswert in Form eines Referenzschuldners und der Sicherungsnehmer, der eine Prämie und in der Regel einen sogenannten Upfront bezahlt und hierfür vom Sicherungsgeber eine Ausgleichszahlung erhält, wenn die zugrundeliegende Forderung ganz oder teilweise ausfällt. CDS gehören dabei zu den ausserbörslich gehandelten Derivaten (Over-the-Counter-Geschäfte (OTC-Geschäfte)). Durch die Prämienzahlung erhält der Sicherungsnehmer eine Versicherung für seine Forderung. Je höher die Ausfallwahrscheinlichkeit des Referenzschuldners und je niedriger die erwartete Recovery Rate (RR) ist, desto höher ist die Prämie (Schönbucher, 2003, S. 1 ff.).

CDS werden im Wesentlichen deswegen für die Finanzkrise – genauer formuliert für die Entwicklung von der Finanzkrise zur Währungskrise (Eurokrise) und dann zur Staatsschuldenkrise – verantwortlich gemacht, weil diese – vor der Verabschiedung der EU-Leerverkaufsverordnung im Jahre 2001 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Hrsg.), 2012, o.S.) – auch für Staatsanleihen ungedeckt handelbar waren. So war es möglich, dass Anleger CDS für eine Staatsanleihe erwerben konnten, ohne die Staatsanleihe selbst zu besitzen. Für wirtschaftlich durch die Staatsschuldenkrise benachteiligte Länder (z.B. Griechenland als sog. „High-Yield-Land“) hat bzw. hatte dies mehrere (negative) Folgen, die in Summe zu einer Verschärfung der Krise führen bzw. führten (Broisy, 2015, o.S.):

- Spekulanten setzten auf die Insolvenz des Landes
- Anstieg der CDS-Volumina für diese Länder und damit verbunden eine „exorbitante[n] Ausweitung der Spreads auf die Renditen der Staatsanleihen der Peripherieländer im Vergleich zu den Kernländern der Währungsunion“ (Praet, 2013, S. 54) verbunden mit ansteigenden Zinsen in den betroffenen Ländern (zusätzlich zu den schon angespannten Kursen der Staatsanleihen)
- Auseinanderdriften der Prämiensätze für CDS (sog. CDS-Spreads) im Investment Grade und bei den „High-Yield-Staaten“ (Elsner, 2008, o.S.)
- Gefahr, dass bei Insolvenz eines betroffenen Landes CDS in grosser Höhe fällig werden und damit Kreditinstitute als Sicherungsgeber von CDS ausfallen, was verheerende Wirkungen für die betroffenen Länder haben kann und beim Niedergang von systemrelevanten Instituten Kettenreaktionen in der Volkswirtschaft auslösen kann

Im Rahmen der zu erstellenden Bachelorarbeit sollen vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen die Auswirkungen von CDS auf die Euro- und Finanzkrise näher untersucht werden.

1.3. Zielsetzung und Aufbau der Arbeit

Die Zielsetzung der Arbeit ist es – nach einem kurzen Überblick über die Entstehung der Finanzkrise und einer Systematisierung des Derivateangebotes – im ersten Teil aufzuzeigen, wie sich die Euro- und Finanzkrise zur Staatsschuldenkrise entwickelt hat und welche Rolle CDS in diesem Zusammenhang spielten, sowie deren wesentlichen Auswirkungen. Hierzu wird der CDS-Markt in seiner Struktur und Charakteristik beschrieben.

Im zweiten Teil werden die Preisentwicklungen an den Märkten empirisch untersucht, um ein mögliches Muster für die Beziehung zwischen CDS-Spreads, Preisen der Staatsanleihen und Länderratings zu erkennen und damit die Verantwortlichkeit der CDS für die Verschärfung der Finanz- und Eurokrise zu prüfen. Dabei sollen die bedeutsamsten Risiken von CDS erläutert werden, so etwa das Gegenparteienrisiko, und auf deren Implikationen im Falle von Griechenland hin untersucht werden. Es soll untersucht werden, ob die Entwicklung der CDS-Spreads das gestiegene Risiko in Staaten abbildet und ob sie bestimmt wird durch die Entwicklung der Länderratings und den Preisen der Staatsanleihen. Sollte ein derartiger Zusammenhang nachgewiesen werden, zeichnen sich CDS mitverantwortlich für eine Verschärfung bei der Entwicklung der Euro- und Finanzkrise aus. Zuletzt sollen im Zuge eines

Ausblicks auf mögliche künftige Entwicklungen Regulierungsbestrebungen zur zukünftigen Verhinderung solcher Entwicklungen aufgezeigt werden.

1.4. Forschungsfragen und Hypothese

Als zentrale Forschungsfragen gilt es in der Thesis zu bearbeiten:

1. Was sind die wichtigsten Eigenschaften von CDS und welche dieser Eigenschaften konnten in der Euro- und Finanzkrise negative Auswirkungen haben?
2. Welche Rolle spielten CDS systemisch in der Euro- und Finanzkrise?
3. In welchem Zusammenhang finden sich CDS mit anderen Kapitalmarktinstrumenten, die im Rahmen der Finanzkrise als Verursacher bzw. Verstärker genannt werden (Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS))?
4. Welche Rolle spielten Kreditratings und Ratingagenturen im Zusammenhang mit CDS im Rahmen der Euro- und Finanzkrise?

Die Forschungsfragen zeigen aufgrund der hohen Aktualität der Thematik und der längst nicht vollständig geklärten Ursachenzusammenhänge die Relevanz der Thesis.

Es soll daher die folgende Hypothese untersucht werden: CDS stellen aufgrund ihrer spezifischen Eigenschaften ein systemisches Risiko dar, welches sich in der Finanzkrise verwirklicht hat und welches es daher künftig zu überwachen gilt.

1.5. Methodik

Im ersten Teil der Arbeit wendet der Verfasser eine klassische Literaturrecherche an. Zurückgegriffen wird insbesondere auf wissenschaftliche Journals aus dem angloamerikanischen Raum. Im zweiten Teil der Arbeit nimmt der Verfasser eine empirische oder qualitative Untersuchung vor. Die empirischen Daten werden über Bloomberg® sowie über Thomson Reuters Datastream® erhoben und über Microsoft Excel® umgesetzt. Die notwendigen Regressionen und Korrelationsanalysen werden mit Hilfe von R® und RStudio® umgesetzt. Für allfällige, empirisch nicht eindeutig zu beantwortende Aspekte der Forschungsfragen wird eine qualitative Analyse der verschiedenen Literaturwerke erhoben.

1.6. Resultate und Bewertung

Die empirische Untersuchung zeigte ein recht wechselhaftes Verhalten der CDS, welches im Zuge weiterer Forschung auf seine möglichen Einflussfaktoren hin untersucht werden sollten. Möglicherweise verhalten sich CDS abhängig davon, ob die wirtschaftliche Situation gerade turbulent oder ob sie stabil ist, unterschiedlich. Es konnte jedoch ein Zusammenhang sowohl zum Aktienmarkt als auch zum Anleihenmarkt nachgewiesen werden. Die daraus resultierenden Risiken wurden im Rahmen einer Literaturanalyse aufgezeigt und derzeit gültige Regulierungsmassnahmen kritisch analysiert.