

Das Gift der Spekulanten

Von Heike Buchter

Eine neue Katastrophe am Finanzmarkt steht bevor. Geldhäuser haben sich wechselseitig gegen alle möglichen Risiken versichert – könnten im Ernstfall aber gar nicht zahlen.

Es war ein Komplott zur Rettung der Finanzwelt. Die Beteiligten trafen sich am Montag vor einer Woche in einem Sandsteinbau in Manhattan, zwei Häuserblocks von der Wall Street entfernt. Der Drahtzieher ist dort Hausherr: Timothy Geithner, 46, Präsident der New York Federal Reserve Bank, der regionalen Notenbank. Die Geladenen – Vertreter von Finanzriesen wie Citigroup, JP Morgan Chase, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch und UBS – sollen nach seinem Willen ein riesiges neues Notfallnetz an der Wall Street spannen. Und zwar möglichst schnell. Es wird gebraucht, wenn Geithners Albtraum wahr wird und die nächste große Krise ausbricht.

Was Geithner und die anderen so schlecht schlafen lässt, ist ein möglicher Kollaps auf dem Markt für Credit Default Swaps oder CDS, wie sie an der abkürzungsbesessenen Wall Street genannt werden. Ja, das klingt technisch, und tatsächlich wussten selbst Brancheninsider bis vor Kurzem kaum etwas über diese Papiere. Sie werden immer noch weitgehend im Verborgenen gehandelt und kaum von jemandem reguliert.

Doch Jahr für Jahr, Monat für Monat nahm der Handel mit diesen Kontrakten zu. Sie gehören heute zu den Finanzinstrumenten mit der höchsten Wachstumsrate. Addiert man die Nennwerte all dieser Papiere, kommt man auf 62.000 Milliarden Dollar – mehr als doppelt so viel wie der Aktienwert der 2.500 Unternehmen, die an der New Yorker Börse gelistet sind. Ein Billionenmarkt für einen exklusiven Club: neun von zehn CDS-Transaktionen finden zwischen zehn großen Finanzhäusern statt. Ebenjene, die Geithner zum Gespräch bat.

»Esoterische Finanzinstrumente gefährden den Markt«

Credit Default Swaps ähneln Versicherungen – gegen den Ausfall einer Unternehmensanleihe oder eines anderen Kreditpapiers. Eigentlich eine sinnvolle Erfindung, um den globalen Kreditmarkt sicherer zu machen. Doch auf die Details kommt es an. Der Verkäufer eines CDS-Vertrages bietet dem Käufer an, dass er einspringt, wenn ein Kreditnehmer seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommt. Für diese Hilfsbereitschaft in der Not erhält der Verkäufer eine Prämie vom Käufer. So weit funktioniert es wie bei jeder anderen Art von Versicherung. Einen wesentlichen Unterschied zu herkömmlichen Policen gibt es aber: Weder der CDS-Verkäufer noch der Käufer des Kontraktes müssen das Kreditpapier, das da gegen Ausfall versichert wird, tatsächlich besitzen. Es ist also so, als würde man ein fremdes Haus gegen Brandschäden versichern.

Wenn ein solcher Vertrag geschlossen wird, muss der CDS-Käufer nur die Prämie zahlen. Der CDS-Anbieter muss außer seinem Zahlungsverprechen nichts einbringen – es sei denn, der CDS-Käufer verlangt eine Sicherheitsleistung, meist 5 bis 10 Prozent der potenziellen Auszahlungssumme. Sicherungsgeber und -nehmer können die Police jederzeit veräußern. Damit laden CDS aber geradezu dazu ein, als Zockerpapiere eingesetzt zu werden. Bei geringem Kapitaleinsatz lässt sich damit auf die Entwicklung der Kreditwürdigkeit von Unternehmen oder auf Markttrends wetten. »Dieser Markt ist völlig unreguliert, und niemand weiß, ob sein Vertragspartner im Falle eines Kreditausfalls tatsächlich zahlen kann«, warnt Großspekulant George Soros – der eigentlich nicht dafür bekannt ist, zimperlich mit Risiken umzugehen. Der 78-Jährige wettet aber über die »esoterischen« Finanzinstrumente und sieht in CDS ein »Damoklesschwert, das über den Märkten hängt«.

CDS sind Derivate: Papiere, die ihren Wert aus der Kursentwicklung oder aus den Preiserwartungen anderer Wertpapiere ableiten und die häufig nur noch für Mathematikgenies durchschaubar sind. Derivate haben der Wall Street nach der geplatzten Internetblase wieder Rekordgewinne beschert. Mit Derivaten lässt sich auf so gut wie alles wetten: Arbeitslosenzahlen, Orangenernte, Hurrikane, Wahlen – oder eben Zahlungsfähigkeit. »Wall Street würde auch darauf wetten, welcher Regentropfen schneller an der Scheibe runterläuft«, lästert Howard Simons, Stratege bei der Investmentfirma Bianco Research und mehr als 30 Jahre dabei.

Das erste Derivat vom Typ CDS konstruierten Anfang der neunziger Jahre die Finanzingenieure bei JP Morgan Chase. »Damit hatten die Banken und Kreditgeber endlich einen Weg gefunden, ihr Kreditausfallrisiko durch ein frei handelbares Finanzinstrument abzusichern«, sagt Satyajit Das, ein Risikoberater für Finanzhäuser. Er gibt ein Beispiel: Wenn JP Morgan Chase viele Kredite an einen bestimmten US-Großkonzern vergeben hat und dieses Risiko nun mindern will – ohne die Kredite selbst zu kündigen–, kann sich die Bank nun per CDS-Kontrakt absichern. Sie versichert also die Kredite.

»Statt eine Firma zu retten, drängen Hedgefonds auf den Konkurs«

Ihre Vertragspartner – die Anbieter von CDS-Papieren – können umgekehrt von der Kreditwürdigkeit des großen US-Konzerns profitieren, ohne ihm selber Kapital ausleihen zu müssen. »Das macht CDS besonders attraktiv für deutsche Finanzinstitute – wie etwa die Landesbanken –, die durch CDS-Kontrakte ihr Kreditportfolio breiter streuen können, ohne selbst als Kreditgeber aufzutreten«, sagt Das.

Die Idee fand schnell Anklang in der Branche: Im Jahr 2001 betrug der Nominalwert der ausstehenden CDS-Kontrakte etwas weniger als 1.000 Milliarden Dollar. Doch es war eine weitere Eigenschaft der CDS, die den Markt geradezu explodieren ließ. »Über CDS konnten Marktteilnehmer erstmals ohne komplizierte Winkelzüge darauf wetten, dass ein Unternehmen seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt«, sagt Experte Das.

Ein Spiel, für das die Banken schnell neue Teilnehmer fanden: Brokerhäuser wie Goldman Sachs, Morgan Stanley und Bear Stearns sowie Hedgefonds, deren Händler immer auf der Suche nach Spekulationspapieren sind. Im Jahr 2005 war das CDS-Volumen bereits auf 10.000 Milliarden Dollar angeschwollen. Seitdem hat sich die Zahl der Kontrakte jedes Jahr mehr als verdoppelt.

Die Derivate könnten sich freilich als süßes Gift für die Spekulanten entpuppen. Denn im Gegensatz zu Aktien und Anleihen lassen sich die künstlichen Papiere endlos vermehren. Als

der US-Autozulieferer Delphi Insolvenz anmelden musste, standen Kredite und Anleihen in Höhe von 5,2 Milliarden Dollar aus. Die CDS-Kontrakte auf diese Schulden betrugen 28 Milliarden Dollar – mehr als fünfmal so viel.

Dieses Verhältnis ist nicht außergewöhnlich, kann aber schwerwiegende Folgen haben: Konkursrichter und Insolvenzverwalter beobachten zunehmend ein ungewöhnliches Verhalten bei Hedgefonds, die zu den Gläubigern gehören. »Statt Interesse an einer Rettung des Unternehmens zu haben, drängen sie auf einen Konkurs – weil sie dann die CDS-Kontrakte ausbezahlt bekommen«, sagt Henry Hu, Rechtsprofessor an der University of Texas, der das Phänomen in einer Studie beschrieben hat.

CDS gehören zu den komplexesten Innovationen, die die Wall Street je hervorgebracht hat. Das eigentliche Drama: Der Handel mit diesen Papieren wird kaum strikter gehandhabt als die mittägliche Pizzabestellung für die Händler. Am Telefon oder per E-Mail sprechen die Beteiligten ihre Kontrakte ab. Die Banken, die als aktivste Teilnehmer die Preise festsetzen, schicken von Zeit zu Zeit ihre Kurslisten per E-Mail herum. Will ein Investor also wissen, wie gerade der CDS auf Anleihen vom Technologieriesen IBM gehandelt wird, um ein Beispiel zu nehmen, dann muss er die Nachrichten in seinen elektronischen Postkasten durchforsten.

Die laxe Handhabung in diesem riesigen Geschäft ist schon allein genug, um für Zündstoff zu sorgen. »Da wird es dann ganz fix heißen, holt die Anwälte«, sagt Strategie Simons. Allein die Unsicherheit bei der Abwicklung könnte genügen, um die Finanzmärkte entgleisen zu lassen.

Warum ändert das niemand? Weil Banken bisher kräftig von der Undurchsichtigkeit profitieren. »Wenn niemand weiß, wo der aktuelle Preis für die Kontrakte steht, können die Banken entsprechende Risikoaufschläge kassieren«, sagt Joseph Mason, Bankenprofessor an der Louisiana State University und früher Volkswirt des Finanzministeriums. Um Kleingeld geht es nicht. Rund 31 Milliarden Dollar sollen die Finanzhäuser mit CDS-Transaktionen im vergangenen Jahr verdient haben, schätzt der Nachrichtendienst Bloomberg. Kein Wunder, dass Banken und Broker bisher zögerlich auf die Beschwörungen des New Yorker Fed-Chefs Timothy Geithner reagiert haben: Der erwartet schon länger, dass sie wenigstens die Dokumentation ihrer Transaktionen auf den Stand des Computerzeitalters bringen.

Zu einem harten Durchgreifen konnten sich die US-Aufseher aber nicht durchringen. Sie fürchteten um die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Institute. Außerdem galten die CDS den Aufsehern lange als ein Segen, nicht als ein Fluch für die Finanzmärkte. Der frühere Notenbankchef Alan Greenspan pries sie, weil sie das Risiko global verteilten: »CDS sind wahrscheinlich die wichtigsten Finanzinstrumente überhaupt – sie haben es möglich gemacht, dass die US-Banken ihre Risiken auf stabile amerikanische und internationale Institutionen verteilen konnten«, sagte er noch im Mai 2006. Das trifft auch zu – nur dass die weltweiten Kapitalmärkte unterm Strich eben doch nicht sicherer geworden sind. Im Gegenteil.

Welche Gefahr der Boom der CDS-Papiere birgt, wurde im März deutlich. Bear Stearns, das kleinste der fünf großen US-Brokerhäuser, geriet ins Wanken. Es war durch Verluste aus der US-Hypothekenkrise angeschlagen – die wiederum durch esoterische Baudarlehenmodelle der Wall Street mit ausgelöst wurde. Im Kern aber scheiterte Bear Stearns an etwas anderem: Solche Brokerhäuser haben im Gegensatz zu Geschäftsbanken keine Einlagen von Sparern, sie müssen sich deshalb ständig am Markt refinanzieren. Dazu aber muss ihre Kreditwürdigkeit außer Frage stehen. Gerüchte um Liquiditätsengpässe – wie sie in der dritten Märzwoche bei Bear Stearns aufkamen – werden schnell zum existenziellen Risiko.

Schon damals stellten die alarmierten Notenbanker aber auch fest: Bear Stearns war als Transaktionspartner dicht ins Gewebe der CDS-Kontrakte verstrickt. Wäre das Wall-Street-Haus über Nacht zusammengebrochen, wären die Folgen unabsehbar gewesen – wegen dieser CDS-Papiere. »Dann wären sämtliche Transaktionspartner auf einen Schlag zum Ausgang gestützt, sie hätten ihre CDS-Kontrakte mit Bear auflösen und schnellstmöglichst neue Partner finden müssen, um ihr Risiko wieder abdecken zu können«, beschreibt Derivateexperte Das den Albtraum der Aufseher. Panik hätte die Märkte weltweit erfasst. Jedenfalls handelten Geithner und seine Kollegen schnell. Sie arrangierten die Übernahme von Bear Stearns durch JP Morgan Chase – der Großbank, die die meisten ausstehenden CDS-Kontrakte hält.

Doch paradoxerweise hat dieser Beinahe-Absturz die Gefahr verstärkt. Denn der CDS-Markt hat schon immer ein riesiges Problem gehabt: die begrenzte Teilnehmerzahl. »Das Ganze ist ein Ringelreihen, bei dem das Risiko letztlich im Kreis wandert«, sagt ein Insider. Weil die CDS-Kontrakte nirgendwo registriert werden, fürchten die Aufseher, dass sich das Risiko unbemerkt bei einzelnen Institutionen ansammelt. Nach dem Kauf von Bear Stearns ist der Kreis noch enger geworden. »Es sind noch weniger Jungs, die man anrufen kann – und noch weniger Angebot und Nachfrage, um Kontrakte zu platzieren«, sagt Christopher Whalen von Institutional Risk Analytics, der selbst früher bei Bear Stearns arbeitete. Kein Wunder, dass die Regulierer nervös reagierten.

Sie haben dafür noch einen weiteren Grund: Etliche Banken setzen CDS offenbar ein, um die vorgeschriebenen Mindestreserven gering zu halten. Das behaupten jedenfalls Bankenprofessor Mason und seine Kollegin Julia Whitehead in einer unveröffentlichten Studie. Wenn amerikanische Banken Kredite vergeben, müssen sie üblicherweise einen Teil davon – vorschriftsgemäß acht Prozent – zurückstellen, zur Sicherheit. Doch wenn sie sich per CDS-Kontrakt gegen den Kreditausfall versichern, gibt es ja auf dem Papier kein Risiko mehr. Also müssen sie auch keine Reserven halten.

Doch wie sicher ist das wirklich? Oft treten heutzutage Hedgefonds als Verkäufer von CDS-Kontrakten auf. Diese unregulierten Fonds verfügen aber in der Regel nur über eine dünne Kapitaldecke – sie leihen sich den größten Teil des Geldes, mit dem sie spekulieren. Selbst Banker gehen davon aus, dass viele Hedgefonds im Versicherungsfall wohl kaum würden zahlen können.

Den Initiatoren des CDS-Kreisverkehrs ist das freilich egal: Sie gehörten in den vergangenen Jahren zu den bestbezahlten Fachkräften der Branche. Solange die Gewinne sprudelten, fragte kaum jemand nach den Details. Das wurde Martin Sullivan zum Verhängnis. Der Vorstandschef des Versicherungsgiganten AIG musste Anfang der Woche gehen. Gestürzt ist Sullivan ausgerechnet über CDS. Noch Ende vergangenen Jahres erklärte er, man müsse mit Abschreibungen von 1,1 Milliarden Dollar rechnen. Doch bis Mai dieses Jahres hat AIG bereits rund 20 Milliarden Dollar für den Wertverlust im CDS-Portfolio abschreiben müssen.

Da ist es einigen an der Wall Street inzwischen mulmig geworden. »Wir als Branche haben versagt, wir haben den Ball fallen lassen«, bekannte kürzlich Kenneth Griffin, Gründer des 20 Milliarden Dollar schweren Citadel-Fonds, einem der größten und erfolgreichsten Hedgefonds.

Dabei kommt der große Test erst noch. CDS sind in einer Zeit populär geworden, in der Insolvenzen und Konkurse auf ein historisches Tief gefallen waren. Doch mit der Hypothekenkrise und dem Abschwung der Wirtschaft in den USA gibt es wieder mehr

Pleiten. Im Mai lag die Ausfallquote bei Krediten mit schwächerer Bonität bei zwei Prozent, berichtete die Rating-Agentur Moody's. Innerhalb der kommenden zwölf Monate wird sie auf über sechs Prozent steigen, schätzen dieselben Analysten. Erst dann wird sich wirklich zeigen, ob und wie der CDS-Markt funktioniert. »Es ist, als hätten wir eine Wunderkur gefunden hätten, von der wir nicht wissen, ob sie in der Krise wirklich hilft, und die niemand ausprobiert hat«, sagt Risikoberater Das. Niemand weiß, wie das Experiment mit dem globalen Finanzsystem ausgehen wird. »Aber wer von einem reibungslosen Ablauf ausgeht, leugnet die Realität.« Geithner hat den Banken bis September Zeit gegeben, ein standardisiertes Abwicklungssystem einzuführen. Das Rennen gegen die nächste Pleitewelle hat begonnen.