

## Massenvernichtungswaffen oder Risikoabsicherung?

### Eine ethische Analyse der Credit Default Swap Problematik – von Michael Sendker

#### Zusammenfassung

Der Credit Default Swap (übersetzt: Kreditausfallversicherung) ist ein sogenanntes Kreditderivat und erscheint zunächst als ein wertneutrales und technisches Finanzprodukt. Doch der Gebrauch dieses Instrumentariums kann schnell sozialetische Dimensionen annehmen, wie es in der weltweiten Finanzkrise 2007/2008 oder in der Euro-Staatsschuldenkrise der Fall war.

Neben offenkundigen Nutzenpotenzialen besitzen CDS vor dem Hintergrund der christlichen Sozialethik einige Angriffspunkte. Indem sich z.B. Banken untereinander mittels CDS absicherten, rief diese Praxis eine too interconnected to fail Problematik hervor. Große Finanzmarktakteure waren also nicht nur too big to fail, sondern durch CDS auch so untereinander vernetzt, dass ein Ausfall der einen Bank direkt mehrere andere mit sich reißen konnte.

#### Abstract

The credit default swap is a so-called credit derivative and initially appears as a value-neutral and a mere financial product. But the use of this instrument can quickly assume social ethical dimensions. This was the case in the global financial crisis 2007/2008 or in the European debt crisis.

In addition to obvious potential benefits, CDS may cause problems in the light of Christian Social Ethics. For example, banks mutually hedged each other by using CDS, and in doing so created a too interconnected to fail situation. Hence, large financial players were not only too big to fail, but also so cross-linked with each other, that a failure of one bank could have severe consequences for all involved players.

20 Seiten

Sprache: deutsch

Keywords:

too interconnected to fail,  
Derivate, CDS, katholische  
Soziallehre, derivatives, Ca-  
tholic Social Teaching

---

## Einleitung

Der Credit Default Swap (übersetzt: Kreditausfallversicherung) ist ein sogenanntes Kreditderivat<sup>[1]</sup> und erscheint zunächst als ein wertneutrales und technisches Finanzprodukt. Doch der Gebrauch dieses Instrumentariums kann schnell sozialetische Dimensionen annehmen, wie es in der weltweiten Finanzkrise 2007/2008 oder in der Euro-Staatsschuldenkrise der Fall war. Nicht von ungefähr nannte der Großinvestor Warren Buffet solche Derivate „financial instruments of mass destruction“ und George Soros bezeichnete Credit Default Swaps (CDS) als „toxic.“<sup>[2]</sup> Es stellt sich also die Frage, warum ein solch heftiges, schon militärisches Vokabular angewandt wird, um CDS zu charakterisieren. Was steckt hinter diesem Finanzprodukt und worin liegt die sozialetische Brisanz? Die folgende ethische Analyse vollzieht sich auf der Grundlage der katholischen Soziallehre.

### I. Credit Default Swaps: Entstehung und Funktionsweise

CDS sind im Zuge der Derivateinnovationen der 1990er Jahre im anglo-amerikanischen Raum entstanden. Gerade am Ende des Jahrzehntes sahen sich viele Banken vor große Herausforderungen gestellt: Durch das weitgehend vorherrschende Trennbankensystem mussten sich viele Kreditinstitute auf wenige Geschäftsfelder beschränken mit der Folge einer höheren Risikokonzentration, als es bei Universalbanken der Fall war.<sup>[3]</sup> Zum anderen herrschte im Kreditgeschäft erhöhter Wettbewerbsdruck, der die Gewinnmargen in diesem Geschäftsbereich verringerte. Nicht zuletzt wurde die Situation durch allgemeine Finanzkrisen (Asienkrise 1997; Russlandkrise 1998) und Unternehmensinsolvenzen verschärft (Hauser 2013, 1 f.).

---

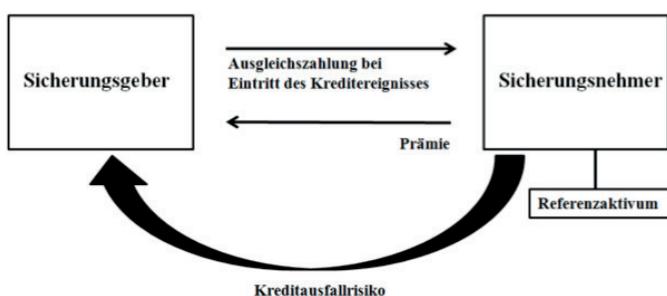
[1] Kreditderivate (lat.: derivare – ableiten) sind Finanzinstrumente, die von einem Referenzaktivum (i.d.R. Bankkredit oder Anleihe) hergeleitet werden.

[2] “In our view, however, derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while now latent, are potentially lethal.” Buffett (2002, S. 15); Soros (2009).

[3] Zum Verhältnis von Trenn- und Universalbanken: Schröder (2013), vgl. Emunds (2008, S. 4 ff.).

## Wie funktionieren CDS?

Die Erfindung der CDS diene in diesem Zusammenhang vor allem als dankbares Instrument der Risikoverringerung. So stelle ein CDS-Vertrag schließlich eine Möglichkeit dar, das Ausfallrisiko eines Kredits oder einer Anleihe (credit default) an Dritte weiterzugeben. Dabei vereinbaren zwei Vertragspartner den gegenseitigen Austausch von Zahlungsströmen (swap), wobei einer unbedingten Prämienzahlung des Sicherungsnehmers (Risikoggeber) eine bedingte Ausgleichszahlung des Sicherungsgebers (Risikonehmer) gegenübersteht. Die Höhe der Ausgleichszahlung und der Prämie werden im Voraus vereinbart. Das Kreditausfallrisiko wird bei Vertragsabschluss wie ein handelbares Gut dem Sicherungsgeber übertragen. Die vereinbarte Prämie, der CDS-Spread, wird in Basispunkten ausgedrückt (vgl. Bösch 2012, S. 250 f.).<sup>[4]</sup> Die Höhe des Spreads hängt hauptsächlich von der Ausfallwahrscheinlichkeit des Referenzaktivums ab. Ähnlich einem bilateralen Versicherungsvertrag<sup>[5]</sup> kommt es seitens



des Sicherungsgebers nur dann zur Zahlung, wenn ein objektiv messbarer Kreditausfall (Credit-Event) vorliegt. In einem solchen Fall muss der Sicherungsgeber die vereinbarte Vertragssumme, den Nominalwert, auszahlen (vgl. Deutsche Bundesbank 2004, S. 44).

Abb. 1: Funktionsweise eines Credit Default Swaps (angelehnt an Wagner (2008, 22).

## Der konkrete Fall ‚Griechenland‘

Ein Investor kauft Staatsanleihen des Landes Griechenland (Referenzaktivum) und sichert sich zugleich mit einem CDS gegen den Kreditausfall des Landes ab. Denn eine Staatsinsolvenz Griechenlands würde bedeuten, dass er sein geliehenes Geld nicht zurückbekäme. In diesem Fall müsste der CDS-Verkäufer für den ‚Schaden‘ aufkommen.

[4] Ein Basispunkt entspricht 0,01%.

[5] Wengleich vor allem ökonomische Parallelen zu einer Versicherung bestehen, unterscheiden sich CDS dahingehend, dass sie „täglich gehandelt werden und die Spreads das Ausfallrisiko des Referenzschuldners zeitnah widerspiegeln“, Wagner (2008, S. 25).

---

---

---

Während bei einem gedeckten CDS der Sicherungsnehmer im Besitz des Referenzaktivums ist, ist der Sicherungsnehmer eines ungedeckten CDS nicht unmittelbar von einem Kreditausfall betroffen, da er das Referenzaktivum nicht besitzt. Es ist also mittels ungedeckter CDS möglich, ohne einen Kredit vergeben oder eine Anleihe gezeichnet zu haben, eine Versicherung auf den Kreditausfall des jeweiligen Referenzaktivums abzuschließen. Bei einem ungedeckten CDS auf griechische Staatsanleihen, besitzt der Investor diese Anleihen also gar nicht. Er wettet somit auf den Kreditausfall Griechenlands. Solch ungedeckte CDS werden aufgrund ihres geringen eigenen Sicherheitsinteresses auch oft mit einer Feuerversicherung auf das Haus der Nachbarn verglichen: Man ist selbst nicht betroffen, profitiert aber finanziell, wenn das Haus abgebrannt ist.[6]

## Warum CDS?

Die Gründe für die Anwendung liegen hauptsächlich in (1) Hedging-, (2) Spekulations- und (3) Arbitragemotiven.

- (1) Banken sichern sich durch den Kauf eines CDS bspw. vor plötzlichen Kreditausfällen ab und bessern somit ihr Risikoprofil auf.
- (2) Neben der Risikovermeidung können CDS auch spekulativ genutzt werden. Geht eine Bank oder ein anderer Akteur auf dem CDS-Markt zum Beispiel davon aus, dass eine Kreditposition überbewertet wurde – m.a.W. das Ausfallrisiko wurde zu hoch eingeschätzt, kann eben diese Bank selbst als Sicherungsgeber CDS zu einem attraktiveren Preis (d. h. geringerer CDS-Spread) anbieten. Im Gegenzug ist es ebenfalls möglich mit CDS auf fallende Kurse zu setzen. Dies nutzten gerade Hedgefonds, da ihre Leerverkaufsmöglichkeiten in der Krise beschränkt waren (vgl. Deutsche Bundesbank 2004, S. 48). Ist man z. B. der Überzeugung, dass die Kreditfähigkeit eines Unternehmens oder eines ganzen Staates gefährdet sei, kann man als Sicherungsnehmer CDS auf diese Unternehmen bzw. Staaten abschließen (vgl. Klieber 2012, S. 74).
- (3) Weiter dienen CDS für Arbitragegeschäfte, also das „gewinnbringende Ausnutzen von Preisdifferenzen – innerhalb von oder zwischen verschiedenen Marktsegmenten – ohne eigene Risikoübernahme [...] (z. B. das Ausnutzen von Preisdifferenzen zwischen Anleihe- und Kreditmarkt)“ (Wagner 2008,

---

[6] “This is analogous to ‘buying fire insurance on your neighbor’s house – you create an incentive to burn down the house’”, Sharma (2013, S. 305-308). Als weiteres Vergleichsmoment kann der Sekundärmarkt für Lebensversicherungen herangezogen werden. So hat bspw. der bekannte Talkmaster Larry King seine eben abgeschlossene Lebensversicherung direkt weiterverkauft, weiß nur leider nicht, „wer inzwischen ein finanzielles Interesse an seinem Tod“ hat, Sandel (2012, S. 196 f.).

---

---

---

---

S. 16).[7] Dies ist der Fall, wenn bspw. eine Anleiheverzinsung höher als der entsprechende CDS-Spread liegt.

CDS werden – wie alle Kreditderivate – nur außerbörslich gehandelt, sodass der CDS-Markt weitgehend intransparent ist (vgl. Sharma 2013, S. 304). Dieser Markt nahm bis kurz vor der Finanzkrise 2008 immense Ausmaße an: Der Gesamtbetrag aller abgeschlossenen Vertragssummen belief sich im Jahr 2007 auf mehr als 65 Bio. USD (zum Vergleich: das weltweite BIP lag 2007 bei 55 Bio. USD).[8] In Folge der Lehman Brothers-Insolvenz (Credit-Event) musste der amerikanische Versicherungsriese AIG als einer der größten CDS-Verkäufer die fälligen CDS an die Sicherungsnehmer auszahlen, war dazu ob mangelnder Rückstellungen aber nicht in der Lage und musste in seiner „too-big-to-fail“-Position von der US-Regierung gerettet und verstaatlicht werden.[9] Die Marktkonzentration auf dem CDS-Markt, die sich ohnehin auf nur wenige große Finanzinstitute erstreckte, wurde durch die Insolvenzen großer Investmenthäuser (z. B. Lehman Brothers oder Bear Stearns) weiter verstärkt.[10] Da sich die verbliebenen Institute vielfach mittels CDS gegenseitig absichern, besteht eine enge und intransparente Netzwerkstruktur (interconnectedness) mit der Folge, dass die Insolvenz eines der besagten Institute direkt systemrelevante Züge annimmt (vgl. Peukert 2013, S. 436).

---

[7] Folgendes Beispiel verdeutlicht diesen Zusammenhang: Eine Person leiht einem Staat in Form einer Staatsanleihe eine Geldsumme – angenommen 10.000 € – und erhält dafür 10 % Zinsen p.a.. Wenn der CDS-Spread unter 1.000 bp (=10 %) liegt, lohnt es sich für die Person, die Preisdifferenz auszunutzen: Er schließt als Sicherungsnehmer einen CDS mit gleicher Laufzeit und gleichem Nominalwert (1.000 €) ab und zahlt – der Einfachheit halber unter der Annahme von 500 bp als CDS-Spread – eine jährliche Prämie von 5 % an den Sicherungsgeber. Auf diese Weise ist er selbst beim Kreditausfall des beliebigen Staates abgesichert und die Zinseinnahmen aus der Anleihe überwiegen die Kosten für den CDS (in diesem Fall: 5 % Gewinn = 50 €). Die Person handelt somit risikofrei.

[8] Vgl. ISDA (2013); Statista (2014).

[9] AIG wickelte sein CDS-Geschäft von einem separaten Unternehmensbereich (Banque AIG) ab, der weder der Versicherungs- noch der Bankenaufsicht unterlag, vgl. Todev et al. (2013, S. 255).

[10] Bei den Hauptakteuren handelt es sich vor allem um große Investmentbanken. Umfragen zufolge konzentrieren sich bis zu 90% der gehandelten CDS Volumina auf eine Handvoll Banken, DB Research (2010, S. 6), Vogel et al. (2014, S. 20 f.).



## II. Nutzen- und Gefahrenpotenziale

### Nutzen

Positiv hervorzuheben ist, dass Finanzmarktakteure mittels CDS ihre Risiken diversifizieren können. Da sich gerade Banken im Kreditgeschäft durch CDS absichern können, steigt wiederum die Bereitschaft Kredite zu vergeben. Hiervon profitieren sowohl Unternehmen als auch Privathaushalte, die nun mehr bankfinanzierte Projekte realisieren können.

Darüber hinaus haben CDS beschleunigende Effekte auf die Preisbildung, da durch den Einsatz von CDS Informationen schnell in den Markt eingespeist werden. Der Marktpreis nähert sich beispielsweise durch Arbitragegeschäfte mit CDS schneller seinem Fundamentalwert, dem tatsächlichen Wert, an.[11]

Eben diese Informationen werden im Preis des CDS abgebildet, der als kurzfristiger Anzeiger der Bonität des Referenzaktivums fungiert. CDS werden täglich gehandelt, sodass sich immer wieder neue Preise einstellen, die wiederum direkt Informationen über die Wahrscheinlichkeit eines Kreditausfalls vermitteln (Wagner 2008, S. 46). Demgegenüber veröffentlichen Ratingagenturen ihre Bonitätseinschätzungen nur zu bestimmten Zeitpunkten und sind somit nicht tagessaktuell. Ferner sind die Bewertungen der Ratingagenturen nur intervallskaliert (AAA, BBB...), wohingegen CDS-Spreads selbst kleinste Veränderungen abbilden und daher einen Informationsvorteil gegenüber den Ratings bieten.

Die CDS-Spreads können darüber hinaus eine Signalfunktion im Sinne eines Frühwarnsystems einnehmen.[12] Indem bspw. viele Anleger CDS eine bestimmte Unternehmensanleihe nachfragen, steigt der entsprechende CDS-Spread, welcher nun wiederum dem Unternehmen als Indikator dienen kann: Dadurch, dass es die steigenden Spreads ernst nimmt, zieht die Unternehmensführung möglicherweise den Schluss, Managemententscheidungen zu überdenken (vgl. Klieber 2011, S. 74).

### Gefahren

Viele der soeben aufgeführten Pro-Argumente lassen sich jedoch auch in negativum wenden.

Trotz der Möglichkeit, durch CDS Risiken zu transferieren und diese somit zu verringern, kann hierdurch auch ein falsches Gefühl von Sicherheit entstehen: "One of the more egregious unintended consequences of relying on

---

[11] Vgl. Schütte (2010, S. 8); Sharma (2013, S. 308); Wagner (2008, S. 32 f.).

[12] So argumentiert der Stanford-Professor und Derivatespezialist Darrel Duffie (2010, S. 56).



CDSs as ‘insurance’ is that they gave investors a false sense of security – leading many to buy progressively riskier debt because they assumed the CDSs they had purchased provided them with the necessary cover” (Sharma 2013, S. 306).

In einem weitgehend unregulierten Markt besteht zudem seitens der Sicherheitsgeber die große Gefahr, dass sie im Falle einer Finanzkrise und den damit einhergehenden Kreditausfällen selbst in eine schwere finanzielle Schieflage geraten. Dies ist besonders gravierend, wenn nicht genügend Rückstellungen für eben jene Kreditausfälle gebildet wurden, wie es beim Versicherungsriesen AIG der Fall war.

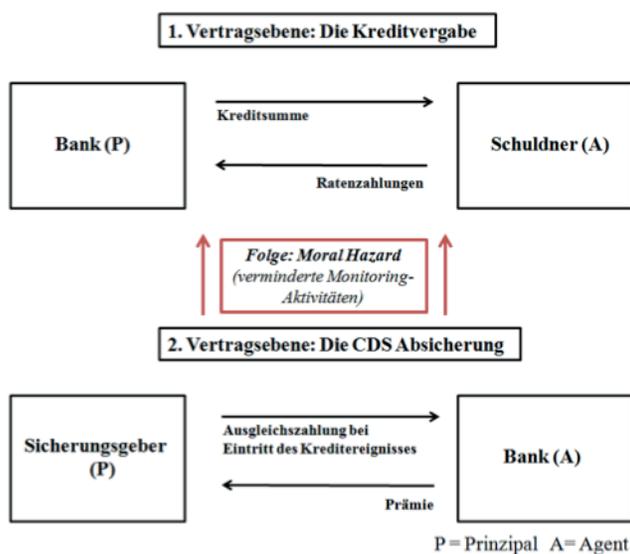


Abb. 2: Prinzipal-Agent-Theorie und CDS

Untersucht man CDS mithilfe der Prinzipal-Agent-Theorie[13], offenbart sich eine Moral-Hazard-Problematik (dt.: moralisches Risiko), die im folgenden Fall skizziert wird: Eine Bank vergibt einen Kredit und sichert sich mittels CDS gegen den Kreditausfall ab. Die Prinzipal-Agent-Beziehung ist in diesem Fall auf zwei Ebenen zu verorten und somit mehrstufig. Auf der ersten Ebene, der Ebene der Kreditvergabe, tritt die Bank in ihrer Gläubigerfunktion als Prinzipal auf, der Schuldner als Agent. Ex post, also nach Abschluss des Kreditvertrags, kann der Kreditnehmer (Agent) das Projekt stärker beeinflussen als die Bank (Prinzipal), die wiederum das Verhalten des Kreditnehmers nicht völlig kontrollieren kann (hidden action). Auf diese hidden-action-Problematik reagiert die Bank als Prinzipal nun mit sorgsamer Kreditüberwachung (Monitoring) (vgl. Wagner 2008, S. 66).

Da sich die Bank mit einem CDS vor dem Kreditausfall absichert, entsteht in der Logik der Prinzipal-Agent-Theorie eine zweite Vertragsebene: Auf dieser Ebene ist nun die Bank als Sicherungsnehmer der Agent, wohingegen der Sicherungsgeber die Prinzipalrolle einnimmt. Als Agent verfügt die Bank nun über bessere Informationen hinsichtlich der Bonität des Schuldners (vgl. Wagner 2008, S. 69). Der Sicherungsnehmer muss sich an dieser Stelle darauf verlassen, dass die Bank auch

[13] Bei der Prinzipal-Agent-Theorie handelt es sich um ein wirtschaftswissenschaftliches Modell. Hierbei geht es kurz gesprochen um die Problematik asymmetrisch verteilter Informationen in der Beziehung zwischen Wirtschaftsakteuren, die durch die Rollen von Prinzipal und Agent gekennzeichnet sind, weiterführend: Douma und Schreuder (2002, S. 124 ff.); Donges und Freytag (2009, S. 204 ff.).



weiterhin ihrer Gläubigerrolle gerecht wird und sich darum bemüht, dass es zu keinem Kreditausfall kommt. Genau an dieser Stelle kann es zu einem Moral Hazard kommen: Die Bank könnte nun in der Kreditüberwachung (Monitoring) nachlässiger werden. In der Theorie folgt ein solches Verhalten der Logik rationalen Handelns: Die Bank wird – in der Gewissheit, dass die Kosten eines Kreditausfalls kompensiert werden – die Monitoring-Aktivitäten verringern, da diese mit Kosten verbunden sind. So hat die Sicherheit, die durch die zweite Vertragsebene gegeben ist, Rückwirkungen auf das Prinzipalverhalten auf der ersten Vertragsebene. Dort verliert die Moral-Hazard-Problematik schließlich für den Prinzipal an Bedeutung. Selbst wenn der Kreditnehmer sich nachlässig oder opportunistisch verhält, ist dieses grundsätzlich für die Bank schädliche Verhalten weniger gefährlich, da sie selbst durch den CDS für den Notfall abgesichert ist (vgl. Wagner 2008, S. 74 f.).

		Spieler 1	
		K	D
S p i e l e r 2	K	R	T
	D	F	P

Abb. 3: Gefangenendilemma

		BANK A	
		K	D
B A N K	K	3	4
	D	-1	0

Abb. 4: CDS spieltheoretisch

Weiter lässt sich dieses Phänomen spieltheoretisch als klassisches Gefangenendilemma veranschaulichen.[14] Es sei der Fall angenommen, dass zwei Banken unter vereinfachten Modellannahmen[15] untereinander ihre Kredite mittels CDS absichern. Nach Abschluss der CDS-Kontrakte ist es für beide einzelwirtschaftlich rational, die Kreditüberwachung zu unterlassen (Defektieren), anstatt weiter Monitoring zu betreiben (Kooperieren), was pareto-effizient wäre (3,3). Somit ist ‚Defektieren‘ die dominante Strategie und es entsteht ein pareto-ineffizientes Nash-Gleichgewicht (0,0). Da es für die Volumina von CDS-Kontrakten theoretisch keine Grenzen gibt (vgl. Lüdemann 2010, S. 2), besteht die Möglichkeit, dass sich die Banken im dargestellten Spiel mit weiteren CDS eindecken. Somit kann sich die aufgezeigte Problematik verschärfen, da der Anreiz zum Defektieren durch weitere CDS ansteigt.

Bei ungedeckten CDS entfällt die erste Vertragsebene aus dem obigen Fall, da der Sicherungsgeber in keinem unmittelbaren Verhältnis zum Referenzaktivum steht. Auf der Ebene des CDS-Vertrags steht somit nicht die Risikoabsicherung im Vordergrund, sondern das Spekulationsmotiv. Ein Sicherungsnehmer spekuliert auf den Kreditausfall eines Referenzschuldners, weil er über einen tatsächlichen oder vermeintlichen Informationsvorsprung verfügt.

[14] Beim Gefangenendilemma gilt folgende Präferenzordnung: Temptation > Reward > Punishment > Fool, vgl. Sieg (2010, S. 5 ff.).

[15] Es gelten zudem folgende selbst gewählte Modellannahmen: Zahlungsausgänge: CDS-Prämie: 2, Kreditüberwachung: 1, CDS-Event: 4; Zahlungseingänge: CDS-Prämie: 2, Rückzahlung des Kredits: 4, CDS-Event: 4.



Hier entsteht eine besondere Moral-Hazard-Problematik, die sogar noch über die des ersten Falles hinausgeht. Dort hatte die Bank kein genuines Interesse am Kreditausfall. Hier jedoch – zumal kein Hedgingmotiv vorliegt – hat der Sicherungsnehmer ein Interesse am Kreditausfall, weil er selbst am Bankrott des Schuldners verdient (vgl. Wagner 2008, S. 69). So könnte der CDS-Käufer selbst Anstrengungen unternehmen (hidden action), um die Wahrscheinlichkeit eines Kreditausfalls zu erhöhen.

### III. Die sozialetische Dimension der CDS

#### 1. Anreize zum Unterlassen von Kreditmonitoring

Da durch das Eingehen eines CDS-Vertrages Moral-Hazard-Situationen entstehen können, die Rückwirkungen auf die Ebene des Kreditvertrags haben, ist es auf dieser Ebene für die Finanzinstitute ex post rational, das Kreditmonitoring einzustellen und somit Kosten zu sparen.

Sozialetisch birgt diese Situation gleiche mehrere Verstöße, die sich auf beiden Vertragsebenen (CDS-Vertrag und Kreditvertrag) zeigen:

Auf der Ebene des CDS-Vertrags wird der CDS-Verkäufer ex post von adverssem Verhalten seines CDS-Vertragspartners überrascht, sofern ersterer dieses Risiko nicht in der Prämie internalisiert hat. Der CDS-Käufer nutzt somit das im Vertrag offenbarte Vertrauen des CDS-Verkäufers aus, der ex post die Vertragsmodalitäten nicht mehr ändern kann. Zwar handelt es sich bei den auf dieser Vertragsebene relevanten Akteuren um Institutionen, die nur indirekt als aggregierte Personen wahrnehmbar sind. Dennoch provoziert das CDS kaufende Institut einen wirtschaftlichen Schaden des CDS verkaufenden Instituts und damit im Zweifel auch der Personen, die in diesem Institut beschäftigt sind. Es liegt somit ein mittelbarer Verstoß gegen das Personprinzip vor.[16]

Auf der Ebene des Kreditvertrags verhält sich die Bank als Gläubiger insofern ethisch falsch, als sie eine klare Verantwortung auf dem Finanzmarkt hat, der sie durch verminderte Kreditüberwachung nicht im angemessenen Sinne nachkommt. Denn zur dienenden Funktion gegenüber Gesellschaft und Realwirtschaft zählt schließlich die den Banken ureigene Aufgabe der Kreditüberwachung, sowohl im eigenen als auch im Interesse des Schuldners.[17] Kommt sie dieser Tä-

---

[16] Das Personprinzip hebt die Würde des Menschen als Geschöpf Gottes heraus. Der Mensch als Person ist Dreh- und Angelpunkt der christlichen Sozialethik, dazu weiterführend: Anzenbacher (1997, S. 178 ff.).

[17] Zu den Funktionen der Bank: Emunds (2010, S. 213 f.) und Koslowski (2009, S. 38 ff.). Im allerletzten ist wiederum die menschliche Person „Wurzelgrund nämlich, Träger und Ziel aller gesellschaftlichen Institutionen“, so auch der Banken, Gaudium et Spes 25 (1965).



tigkeit nicht nach, provoziert sie negative Effekte, die über den Finanzmarkt die Gesamtwirtschaft treffen können und folglich mit dem Gemeinwohlprinzip<sup>[18]</sup> nicht vereinbar sind. Auf beiden Vertragsebenen widerspricht also das Verhalten des CDS kaufenden Akteurs der geforderten Sozialpflichtigkeit wirtschaftlicher Akteure<sup>[19]</sup>: Denn nicht der Mensch oder das Gemeinwohl ist Ziel des wirtschaftlichen Handels, sondern die eigene Gewinnmaximierung auf Kosten der jeweiligen Vertragspartner (d.h. CDS-Verkäufer und Kreditnehmer).

## 2. Anwendung von Insiderwissen

Beim spekulativen Einsatz von ungedeckten CDS kann es zur Anwendung von Insiderwissen kommen. Dabei lässt sich diese Form der Spekulation als Pseudo-Spekulation einstufen, deren Bewertung von ethischer Seite nicht zu vernachlässigen ist. Es handelt sich schließlich nur vermeintlich um Spekulation, wenn jemand Insiderwissen gewinnbringend einsetzt, da er nur minimales Risiko eingeht (vgl. Koslowski 2009, S. 80 f.). Zwar führt seine Nachfrage dem Markt korrekte Informationen zu und treibt die Preisentwicklung über den CDS-Spread an, sodass der Marktpreis sich seinem Fundamentalwert annähert. Dies erhöht grundsätzlich die Markteffizienz. Das Handeln des CDS-Käufers ist jedoch deshalb ethisch fragwürdig, weil er die Unwissenheit seines Vertragspartners, des CDS-Verkäufers, ausnutzt und ihn als Mittel und nicht als Zweck gebraucht, worin ebenfalls ein Verstoß gegen das Personprinzip vorliegt.<sup>[20]</sup> Er verfügt über Informationen, die dem Vertragspartner in keiner Weise zugänglich sind. Somit steht der CDS-Handel von Anfang an vor einem unfairen Vorzeichen (vgl. Moore 1990, S. 173). Der CDS-Verkäufer wiederum – sofern ihm

---

[18] Das Gemeinwohl stellt ein weiteres zentrales Prinzip der christlichen Sozialethik dar. Es hat zum einen instrumentellen Charakter: dem Menschen sein Personsein zu ermöglichen. Zum anderen kann es auch als gemeinsame Wohlfahrt der vergesellschafteten Personen verstanden werden, dazu weiterführend: Anzenbacher (1997, S. 200 ff.).

[19] „Auch im Wirtschaftsleben sind die Würde der menschlichen Person und ihre ungeschmälerte Berufung wie auch das Wohl der gesamten Gesellschaft zu achten und zu fördern, ist doch der Mensch Urheber, Mittelpunkt und Ziel aller Wirtschaft.“ Gaudium et Spes 63 (1965).

[20] Die zweite Fassung des kategorischen Imperativs nach Immanuel Kant, wonach ein Mensch nie als Mittel, sondern stets als Zweck zu behandeln sei (vgl. Kant 2004, S. 43), steht in Einklang mit der christlichen Soziallehre (vgl. Wojtyła 2007, S. 41 ff.).



bewusst wird, dass er Opfer eines Insiderhandels geworden ist[21] – verliert Vertrauen und wird in Zukunft möglicherweise nicht mehr auf dem Markt für Kreditausfall als CDS-Verkäufer bzw. Anbieter tätig. Kommt es in der Folge zu einem massiven Vertrauensverlust, sind immer weniger Anbieter bereit auf dem Markt CDS anzubieten. Sogar Marktversagen kann dann eine mit dem Gemeinwohl unverträgliche Folge sein (vgl. Moore 1990, S. 177).

Weiter ließe sich argumentieren, dass der CDS-Käufer die Insiderinformation in gewisser Weise stiehlt und zweckentfremdet. Er selbst nutzt das fremde Wissen zu seinen Gunsten, indem er es auf den Markt bringt.[22] Damit hat die Informationspreisgabe einen Effekt, der i.d.R. nicht im Sinne des ursprünglichen Besitzers der Information ist (vgl. Moore 1990, S. 175).

### 3. Wetten auf Staaten bzw. Unternehmen

Ungedeckte CDS können genutzt werden, um bewusst auf den Kreditausfall von Nationalstaaten oder Unternehmen zu setzen und allein durch die Folgen der erhöhten CDS-Nachfrage indirekt die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls zu erhöhen.

Ebenso kann bspw. ein Unternehmen mit massivem Einsatz ungedeckter CDS auf den Konkurs eines Konkurrenten setzen. In diesem Kontext stellen CDS neben der Anwendung von „Kampfpreisen, Leerverkäufen, Rufmord oder anderen infamen Tricks“ (Sinn 2009, S. 210) ein Mittel für sogenannte Bear Raids[23] dar. In Kombination mit besagten Mitteln haben ungedeckte CDS eine noch stärkere Wirkung auf die Ausfallwahrscheinlichkeit.

In beiden Fällen, sowohl im Fall des Unternehmens als auch im Fall eines Staates, sind unweigerlich Personen betroffen, da indirekt auf deren Exis-

---

[21] Es besteht jedoch das Problem, dass die Folgen von Insiderhandel nicht immer eindeutig attribuiert werden können: „Insider trading is not a „victimless crime,“ as its proponents claim, but it is often difficult to tell exactly who the victims are and to what extent they have been victimized,“ Moore (1990, S. 177).

[22] Ein konkretes Beispiel liefert der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank, Josef Ackermann. Er selbst war zwar beratend tätig, als die EU-Regierungen Sanierungspakete für Griechenland schnürten, bezweifel-te jene Maßnahmen jedoch öffentlich. Seine zweifelnden Aussagen wiederum hatten Einfluss auf die Kursentwicklung, durch die die Deutsche Bank, die selbst Eigenhandel mit griechischen Papieren betrieb, womöglich Vorteile zog, vgl. Schütte (2010, S. 7).

[23] Unter Bear-Raids versteht man „koordiniertes Vorgehen interessierter Investoren, um den Kurs eines Wertpapiers zu senken“, Trüg (2010, S. 305).



tenz mit gewettet wird. Der Gebrauch ungedeckter CDS ist in dem Zusammenhang gesinnungsethisch betrachtet sehr bedenklich: Der rationale CDS-Käufer hat ein Interesse am Kreditausfall und somit an der wirtschaftlichen Misslage der beteiligten Personen. Schließlich erzielt er nur dann einen Gewinn.[24] Unter verantwortungsethischer Betrachtung kann er durch sein Verhalten negative Kollektivfolgen auslösen, die seinen einzelwirtschaftlichen Gewinn bei weitem übertreffen. Wenngleich nicht zwangsläufig hauptverantwortlich so trägt er dennoch eine Mitverantwortung für den Schaden anderer, für welchen der CDS-Käufer aber nicht haftet. Vielmehr verdient er am Schaden anderer.

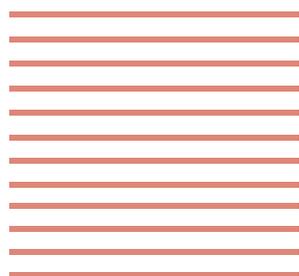
#### 4. Prozyklische Spekulation mit CDS

Neben dem Hedgingmotiv drängt sich besonders das sozialetisch relevante Motiv der Spekulation beim Gebrauch von CDS auf. Denn der Einsatz ungedeckter CDS ist vor allem spekulativer Natur. In diesem Kontext ist zwischen pro- und kontrazyklischer Spekulation zu unterscheiden, eine ethisch relevante Dimension der Differenzierung, die sich für den Abschluss eines CDS auf griechische Staatsanleihen beispielhaft veranschaulichen lässt: Beim Kauf eines ungedeckten CDS auf Griechenland spekuliert der CDS-Käufer, wohlgerne nicht im Besitz einer griechischen Staatsanleihe, auf den Kreditausfall des Landes. Unter der Annahme, dass der CDS-Spread aktuell steigt, verhält sich der Käufer prozyklisch, erhöht also durch seine Nachfrage den Spread und treibt somit die Fluktuation weiter an, die wiederum Auswirkungen auf den Anleihe- markt hat. Der steigende Spread vermittelt die Information, dass ein Bankrott wahrscheinlicher wird, was wiederum die Glaubwürdigkeit und damit die Finanzierungsmöglichkeiten Griechenlands verschlechtert. Prozyklische Spekulation führt schließlich dazu, dass Griechenland höhere Kosten bei der Aufnahme neuer Kredite entstanden sind, die wiederum dem Gemeinwohl abträglich waren (Sharma 2013, S. 305 f.).

Im Gegenzug gilt kontrazyklische Spekulation als ethisch vertretbar, weil damit die Verringerung von Fluktuation einhergeht und somit Unsicherheit reduziert wird. Indem ein Akteur gegen den Trend investiert, feuert er diesen nicht weiter an, sondern trägt vielmehr zur Beruhigung des Kurses bei (vgl. Koslowski 2009, S. 76 f.).

---

[24] Dass ein ungedeckter CDS auch die positive Wirkung einer Informationsanzeige im Sinne eines Frühwarnsystems für Referenzaktivum (hier: ein Staat oder Unternehmen, die angesichts der steigenden Spreads ihre unternehmerische resp. politische Strategie zum Besseren ändern) haben kann, kann nicht im Sinne des rational agierenden CDS-Käufers sein. Hierbei handelte es sich eher um eine positive Wirkung bei schlechten Absichten.



## 5. Verantwortungsdiffusion der Finanzinstitute

Auf die CDS-Thematik angewandt sticht ferner der Aspekt der Verantwortungsdiffusion hervor.[25] Dadurch, dass die entscheidenden Finanzinstitute selbst CDS kaufen, geben sie ihre Kreditverantwortung an andere Institute weiter. Auf diese Weise fördern sie die ohnehin aus dem Organisationsstatus resultierende Verantwortungsunklarheit.[26] Indem sie sich sowohl als CDS-Käufer als auch als CDS-Verkäufer gegenseitig mit CDS absichern, entsteht eine folgen-

reiche wechselseitige Verbundenheit (interconnectedness): Die wenigen auf dem Markt entscheidenden Großinstitute erreichen einen „too-interconnected-to-fail“-Status; ist eines der Institute nicht mehr zahlungsfähig (Credit-Event), hat dies mittelbare Folgen für die anderen Institute. Der Fall

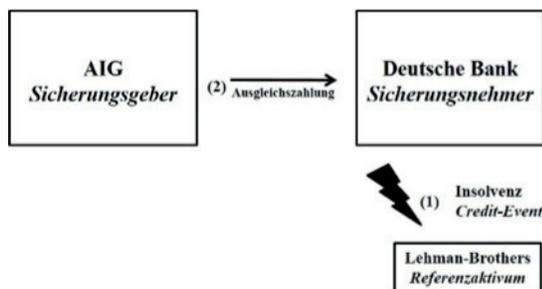


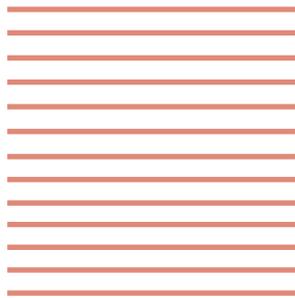
Abb. 5: Credit-Event

der Investmentbank Lehman Brothers verdeutlicht den Komplex: (1) Durch die Zahlungsunfähigkeit kam es zum Credit-Event. Der Versicherer AIG, der CDS auf Lehman-Brothers (als Referenzaktivum) u.a. an die Deutsche Bank verkauft hatte, musste (2) die vereinbarten Summen auszahlen. Lehman Brothers selbst konnte in der Folge der Insolvenz seinen eigenen CDS-Vertragspflichten nicht mehr nachkommen, sowohl seinen Pflichten als CDS-Käufer (Prämienzahlungen) als auch denen als CDS-Verkäufer (Ausgleichszahlung), was wiederum Folgen für die jeweiligen Vertragspartner hatte: je größer die vereinbarten Summen, desto größer die Konsequenzen, welche auf einem konzentrierten Markt mit Marktvolumina, die das weltweite BIP übertrafen, schnell systemische Ausmaße annahmen (vgl. Giersch 2013, S. 162).

Verantwortungsethisch liegen gleich zwei Verstöße vor: Die Institute entbinden sich erstens mittels CDS ihrer Verantwortung für die Kreditüberwa-

[25] „Verantwortung zersetzt sich in so viele Einzelteilchen, dass sie schließlich nicht mehr spürbar wird und dementsprechend auch nicht mehr wahrgenommen wird, obwohl es eigentlich genügend potenzielle und tatsächliche Verantwortungsträger gäbe“, Giersch (2013, S. 159).

[26] Die im CDS-Markt relevanten Großbanken sind Organisationen, die keinen reinen Personstatus besitzen und somit nur bedingt moralfähig sind; zur Frage der Moralfähigkeit von Unternehmen: z. B. Kaufmann (1992, S. 85); Göbel (2010, S. 103 ff.). Zwar kann ihnen aufgrund ihres hohen Organisationsgrades eine erhöhte Verantwortungsfähigkeit zugesprochen werden. Allerdings ist die Unternehmensstruktur in besagten Großbanken meist so komplex, dass eine Verantwortungszuordnung an konkrete Personen nur schwer möglich ist (vgl. Giersch 2013, S. 159).



chung als einer ihrer grundlegenden Aufgaben, was – wie unter III.I. festgestellt – wenig gemeinwohldienlich ist. Außerdem fördern sie die Verantwortungsdiffusion, indem sich die entscheidenden Player auf dem Markt so sehr gegenseitig absichern, dass sie für den Fall eines Institutskonkurses die entsprechende Handlungsverantwortung indirekt auf Dritte (d. h. den Staat und die Steuerzahler) übertragen, der eingreifen muss, will er eine Kernschmelze des Finanzsystems mit massiven Folgewirkungen auf die Realwirtschaft vermeiden.

## 6. Deregulierter CDS-Markt

Dadurch, dass es sich beim CDS-Markt um einen global uneinheitlich, weitgehend unregulierten Markt handelt, ergeben sich folgende sozioethische Problemstellungen:

### *Intransparenz*

Auf dem CDS-Markt werden die Verträge außerbörslich und somit weitgehend im unregulierten Freiverkehr ausgehandelt. Es ist daher weitgehend unbekannt, in welchem Ausmaß und über welchen Zeitraum sie dabei Risiken versichern (vgl. Wagner 2009, S. 79). Folglich herrscht kaum und für fast niemanden der potenziell Betroffenen ein adäquates Maß an Transparenz. Dabei lässt sich zwischen regulatorischer Transparenz und Markttransparenz unterscheiden. Während beim ersten Fall nur die Wettbewerbshüter vollen Einblick in den Markt, die gehandelten Volumina und Fristen erhalten, bedeutet Markttransparenz, dass die entsprechenden Informationen allen zugänglich sind (vgl. Avellaneda und Rama 2010, S. 20).

Sozioethisch bedeutsam ist diese festgestellte Intransparenz unter zwei Aspekten: Zum einen kann man den intransparenten CDS-Markt mit Gesamtvolumina, die sogar das weltweite Bruttoinlandsprodukt übertreffen können, als eine volkswirtschaftliche Blackbox bezeichnen. Diese Blackbox nahm in der Vergangenheit solche Dimensionen an, dass sich dieser Teilmarkt des Finanzmarktes verselbstständigte, welcher eine der Realwirtschaft dienende Funktion haben soll. In der Finanzkrise 2007/2008 traten die wahren Ausmaße erst dann offen zu Tage, als es bereits zu spät war und mit AIG der weltweit größte Versicherungskonzern plötzlich kurz vor der Insolvenz stand. Hätte zumindest regulatorische Transparenz auf dem CDS-Markt geherrscht, hätte eingegriffen und negative Externalitäten verringert werden können.

Zum anderen besteht durch die Intransparenz das Problem, dass vor allem nur finanzstarke Akteure dem Markt beitreten. Eine erhöhte Markttransparenz würde indes dazu führen, dass die Transaktionskosten sanken und somit viele Akteure einen Anreiz hätten, dem Markt beizutreten. Was unter Partizipationsaspekten zunächst sinnvoll erscheint – so würden die Zugangsbarrieren zu diesem Markt verringert im Sinne einer besseren Befähigung zur Teilnahme ein-

zelter am wirtschaftlichen Leben (vgl. Jähnichen 2011, S. 9), wird jedoch unter ökonomischer Betrachtung hinterfragt (vgl. Avellaneda und Rama 2010, S. 19 f.).

### *Ungleiche Verteilung von Gewinnen und Verlusten*

Bedingt durch die starke Deregulierung profitierten vor allem die CDS relevanten Akteure vom CDS-Markt, bevor es zur Krise kam. Während und nach der Krise allerdings hafteten nicht die entsprechenden Akteure in dem Maße, in dem sie verantwortlich waren, sondern vor allem der Staat und somit unbeteiligte Dritte. Im Fall AIG verhielt es sich so, dass die US-Regierung beschloss, den Versicherer zu einem Anteil von fast 80 % zu übernehmen. Nachdem die weitere Existenz des Konzerns damit gesichert war, wurden weitere Bonusauszahlungen in dreistelliger Millionenhöhe an führende AIG-Mitarbeiter getätigt, die zuvor für den größten Verlust eines privaten Unternehmens in der Menschheitsgeschichte verantwortlich waren.[27] Jedoch profitierte nicht nur AIG als einer der CDS-Akteure von der Verstaatlichung, sondern es zogen auch all diejenigen CDS-Käufer Vorteile daraus, die bei einer AIG-Insolvenz keine Auszahlungen für die vielen Kreditausfälle in der Krise erhalten hätten. Somit bezogen nahezu alle wichtigen CDS-Akteure indirekt staatliche Mittel, als der CDS-Markt durch den Lehman-Ausfall erheblich schwankte.[28]

Aus verantwortungsethischer Sicht ist es auf dem CDS-Markt sehr bedenklich, dass die entsprechenden Finanzinstitutionen nicht für die Konsequenzen ihres übermäßigen CDS-Handels aufkommen mussten, sondern darüber hinaus noch Profit schlugen, wie das Beispiel der Deutschen Bank zeigt, die knapp 12 Mrd. USD an Einzahlungen vom verstaatlichten Konzern AIG verbuchen konnte.[29]

## 7. Machtposition der Finanzinstitute gegenüber staatlichen Akteuren

Im Fall AIG musste der Staat in der Krise als rettende Hand einspringen, nachdem der CDS-Markt angesichts wirtschaftspolitischer Deregulierung in seiner Freiheit übermäßig wachsen konnte und zugleich wenig Vorsorgemaßnahmen traf. Auch wenn die US-Regierung nach dem Verkauf ihrer Anteile am Versicherungsriesen im Jahr 2012 einen Gesamtgewinn in Höhe von 23 Mrd. USD für die Zeit ihrer Staatsbeteiligung verzeichnen konnte (Anderson 2012), zeigt der konkre-

---

[27] AIG schrieb 2008 einen Jahresrekordverlust von 100 Milliarden USD, vgl. Sinn (2009, S. 315).

[28] Vgl. American International Group (2009, Attachment A-D).

93 [29] Vgl. American International Group (2009, Attachment A-D).

te Fall AIG zum einen das Missverhältnis von Staat und Wirtschaft und zum anderen eine neue (durch den Staatseingriff) verstärkte Moral-Hazard-Problematik auf.

So konnten die Finanzinstitutionen „too-big-to-fail“-Dimensionen annehmen und die Banken extreme Machtpositionen aufbauen. Für den US-amerikanischen Bereich spricht der Ökonom Jagdish Bhagwati von einem Wall-Street-Finanzministerium-Komplex<sup>[30]</sup>, welches die enge Verflechtung von Finanzwirtschaft und Regierung problematisiert.<sup>[31]</sup> Genau solche Verhältnisse führten zu Verwirrungen der Gesellschaftsordnung, womit auch das sozioethische Prinzip der Subsidiarität verletzt wurde.<sup>[32]</sup> Indem die Finanzinstitute angesichts großer Handlungsfreiheiten massiv CDS-Volumina aufbauen konnten, stärkten sie ihre eigene Position und führten die Regierungen in Abhängigkeitsverhältnisse. Die Volumina wuchsen schließlich so sehr an, dass der Konkurs eines jener Institute (konkret: Lehman-Brothers) systemrelevante Ausmaße annahm und die Regierungen die ureigenen Aufgaben der Finanzinstitute übernehmen mussten. Es kam zu einer Umkehrung der eigentlichen Machtverhältnisse, in denen plötzlich Finanzinstitute staatliche Akteure in einem Gesellschaftsbereich zum Handeln zwingen, in dem sie die Verantwortung trugen.

Nationalstaatlich ist es jedoch vor allem die Aufgabe der Regierungen „wirksame Schutzmaßnahmen“ (RN 28)<sup>[33]</sup> für die Gesamtbevölkerung aufzustellen, ohne selbst die Wirtschaft in Staatshand zu überführen, woraus deutlich wird, dass der Staat über der Wirtschaft zu verorten ist (vgl. Wiemeyer 2013, S. 138). Es ist seine Aufgabe, den wirtschaftlichen Akteuren ein sozialverträgliches Maß an Handlungsfreiheit einzuräumen. Freiheit bedarf gemäß dem christlichen Freiheitsbegriff allerdings um ihrer selbst willen auch Einschränkungen (vgl. Anzenbacher 1997, S. 189). Dies gilt, wenn die Freiheit einer sozialen Einheit zu Einschränkungen der Freiheit anderer führt. Der Fall AIG verdeutlicht diesen Zusammenhang: Ohne die Verpflichtung Kapitalrückstellungen zu bilden,

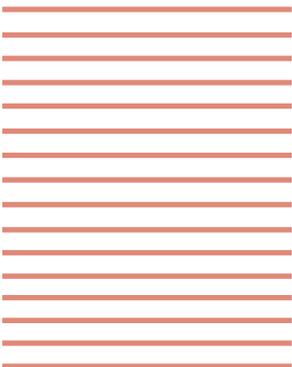
---

[30] Übersetzung aus dem Englischen: „Wallstreet-Treasury Complex“, Bhagwati (2005, S. 204 ff.).

[31] Interessant ist in diesem Kontext auch die Person Henry Paulson, der direkt nach seinem Ausstieg als Vorstandsvorsitzender der Investmentbank Goldman Sachs US Finanzminister wurde und in der Krise Rettungsmaßnahmen für den Goldman Sachs Konkurrenten Lehman Brothers unterließ, vgl. Emunds (2009, S. 1).

[32] In der Sozialenzyklika Quadragesimo anno definiert Papst Pius XII. Subsidiarität wie folgt: „Wie dasjenige, was der Einzelmensch aus eigener Initiative und mit seinen eigenen Kräften leisten kann, ihm nicht entzogen und der Gesellschaftstätigkeit zugewiesen werden darf, so verstößt es gegen die Gerechtigkeit, das, was die kleineren und untergeordneten Gemeinwesen leisten und zum guten Ende führen können, für die weitere und übergeordnete Gemeinschaft in Anspruch zu nehmen: zugleich ist es überaus nachteilig und verwirrt die ganze Gesellschaftsordnung,“ (QA 79-80).

[33] RN 28 zielt zwar v.a. auf Arbeiterfrage, lässt sich analog aber auch hier anwenden.



verkaufte der Versicherer massiv CDS und schränkte damit zuletzt die Handlungsfreiheit unbeteiligter Dritter ein. Er brachte schließlich den Staat dazu, mit finanziellen Mitteln auszuhelfen, die ansonsten bspw. in Sozialleistungen hätten fließen können (Wiemeyer 2013, S. 137).

Unterstützt wird dieser Machtaufbau der Finanzinstitutionen dadurch, dass der CDS-Markt keine nationalstaatlichen Grenzen kennt. Auf globaler Ebene existiert keine solche Ordnungsinstanz, die den Finanzinstituten zumindest formal übergeordnet ist. Selbst wenn eine nationalstaatliche Regierung den CDS-Markt streng reguliert, bestehen für die Finanzinstitute immer noch Alternativen. So gab es bislang und gibt es aktuell immer noch Länder, die durch geringe Regulierung der Finanzwirtschaft eine hohe Attraktivität auf besagte Finanzinstitute ausstrahlen. Ein solches Geschäftsmodell ist zwar ethisch sehr fragwürdig,[34] es zeigt allerdings klar die Grenzen von nationalstaatlicher Regulierung auf, die nur dann wirksam ist, wenn die Finanzinstitute auch weiterhin im jeweiligen Nationalstaat bleiben und nicht bestimmte Unternehmenssegmente in besagte Länder auslagern und somit Regulierungs-Arbitrage betreiben, also das Ausnutzen von Regulierungsdifferenzen.

Weiter wird die Moral-Hazard-Problematik verschärft, da die Finanzwirtschaft im Fall AIG wahrnahm, dass der Staat im Zweifel einen Bail-Out der Insolvenz eines der großen Player vorzieht. Es bestehen somit Anreize eben solchen „too-big-to-fail“-Status zu erreichen, der verantwortungsethisch deswegen kritisch ist, weil er einem Freifahrtschein ähnelt.

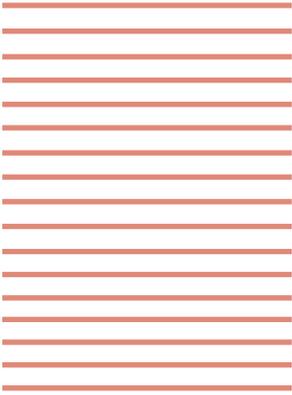
## Schluss

Mit der Erfindung des CDS im letzten Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts wollte man vor allem Risiko vermindern und somit Sicherheit schaffen.

Vor dem Hintergrund der christlichen Sozialethik offenbart dieses Kreditderivat jedoch eine Vielzahl an Angriffspunkten. Der entscheidende sozialethische Kritikpunkt an CDS liegt in den negativen externen Effekten. CDS können negative Auswirkungen auf nicht unmittelbar betroffene Personenkreise haben, die außerhalb der Vertragsparteien liegen. Die Qualität dieser externen Effekte kann solche Multiplikationseffekte hervorrufen, die – wie im Nachgang der Lehman-Insolvenz festzustellen war – systemischen Ausmaßes sind und somit die Gesamtgesellschaft betreffen.

---

[34] In der Regel handelt es sich um kleine Staaten, wie Luxemburg, Schweiz, Monaco, Cayman-Inseln etc.. Diese Länder gehen aber selbst großes Risiko ein: Denn wenn ein dort ansässiges Finanzinstitut plötzlich eine Bilanzsumme hat, die das nationale BIP übertrifft, können Finanzkrisen schnell zu einer Gefahr für die ganze Volkswirtschaft werden (Bsp.: Island), vgl. Wiemeyer (2013, S. 146).



Durch das Auslagern von Kreditrisiko bestehen Anreize zum Unterlassen der Schuldnerüberwachung. Die resultierende Moral-Hazard-Situation, die über den Zusammenhang der beiden Vertragsebenen entsteht, ist sowohl ökonomisch – wie in der spieltheoretischen Übertragung gezeigt – als auch sozialetisch negativ zu bewerten. Ferner wird der vor dem Hintergrund des Verantwortungsbegriffs ohnehin organisationstheoretisch diffuse Status der Finanzinstitute durch den Handel von CDS noch verstärkt. Die Banken geben schließlich mittels CDS die Verantwortung für ihre vergebenen Kredite weiter. Außerdem ist es ihnen möglich, mittels CDS die Verantwortung für die eigene Misswirtschaft an staatliche Akteure weiterzugeben. Dies geschieht, indem die Banken durch gegenseitige CDS-Verkäufe „too-interconnected-to-fail“ werden und der Staat im Falle einer drohenden Insolvenz einer dieser Player einen Systemcrash riskiert, sofern er nicht unterstützend eingreift.

Ferner sind ein deregulierter CDS-Markt und seine Begleiterscheinungen in Form von Intransparenz und ungleicher Verteilung von Gewinnen und Verlusten wenig gemeinwohldienlich.

Dass darüber hinaus mit dem Einsatz ungedeckter CDS als Spekulation auf den Ausfall eines Staates oder Unternehmens auch indirekt immer auf Menschen gewettet wird, steht im tiefen Widerspruch zum Personprinzip.

## Literatur

II. Vatikanisches Konzil (1966), Die pastorale Konstitution über die Kirche in der Welt von heute „Gaudium et Spes“, in: Karl Rahner u.a. (Hg.), Kleines Konzilskompodium, Freiburg i. Br., S. 449-552.

American International Group (2009), Attachment A - Collateral Postings Under AIGFP CDS, New York, URL: [http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/CounterpartyAttachmentso31809\\_tcm385-155645.pdf](http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/CounterpartyAttachmentso31809_tcm385-155645.pdf) (abgerufen am 07.II.2014).

American International Group (2009), Attachment B - Maiden Lane III Payments to AIGFP CDS Counterparties, New York, URL: [http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/CounterpartyAttachmentso31809\\_tcm385-155645.pdf](http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/CounterpartyAttachmentso31809_tcm385-155645.pdf) (abgerufen am 07.II.2014).

American International Group (2009), Attachment C - Payments Under Guaranteed Investment Agreements, New York, URL: [http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/CounterpartyAttachmentso31809\\_tcm385-155645.pdf](http://www.aig.com/aigweb/internet/en/files/CounterpartyAttachmentso31809_tcm385-155645.pdf) (abgerufen am 07.II.2014).

American International Group (2009), Attachment D - Payments to AIG Securities Lending Counterparties, New York 2009, URL: <http://www.aig.com/aig>

web/internet/en/files/CounterpartyAttachments031809\_tcm385-155645.pdf  
(abgerufen am 07.II.2014).

Anderson, Matt (2012), AIG Wrap-up. Treasury Sells Final Shares of AIG Common Stock, URL: <http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/AIG-wrapup.aspx> (abgerufen am 30.04.2014).

Avellaneda, Marco und Rama Cont (2010), Transparency in CDS Markets, 2010, URL: <http://www2.isda.org/attachment/MTY2Nw==/CDSMarketTransparency.pdf>, (abgerufen am 14.06.2014).

Anzenbacher, Arno (1998), Christliche Sozialethik: Einführung und Prinzipien, Paderborn.

Bhagwati, Jagdish (2005), In Defense of Globalization, New York.

Bösch, Martin (2012), Derivate: verstehen, anwenden und bewerten, zweite Auflage, München.

Buffett, Warren (Berkshire Hathaway Inc.) (2002), 2002 Annual Report, URL: <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf> (abgerufen am 02.05.2014).

Deutsche Bundesbank (2004), Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt, in: Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Dezember, Frankfurt, S. 43-58.

Donges, Juergen B. und Andreas Freytag (2009), Allgemeine Wirtschaftspolitik, dritte Auflage, Stuttgart.

Douma, Sytse und Hein Schreuder (2002), Economic approach to organizations, dritte Auflage, Hertfordshire.

Duffie, Darrell (2010), Is there a case for banning short speculation in sovereign bond markets? Financial Stability Review, 14, S. 55-59.

Emunds, Bernhard (2008), Goodbye Wallstreet, Hello Wallstreet: Über den Bedarf, die kapitalmarktdominierte Finanzwirtschaft umzubiegen, Frankfurter Arbeitspapiere zur gesellschaftsethischen und sozialwissenschaftlichen Forschung Nr. 55.

Emunds, Bernhard (2010), Das Ende der aufgeblähten Finanzwirtschaft. Sozial-ethische Überlegungen zur politischen Neuordnung der Finanzmärkte, Jahrbuch für Christliche Sozialwissenschaften, 51. Jg., S. 189-223.

Emunds, Bernhard (2009), Die Krise der globalen Finanzwirtschaft. Eine Analyse und sozialetische Einschätzung, in: Ethik und Gesellschaft 2/2009, URL:

[http://www.ethik-undgesellschaft.de/mm/EuG-2-2009\\_Emunds.pdf](http://www.ethik-undgesellschaft.de/mm/EuG-2-2009_Emunds.pdf) (abgerufen am 26.05.2014).

Giersch, Christoph (2013), Schuld sind immer die anderen, in: Martin Dabrowski, Judith Wolf und Karlies Abmeier (Hg.), Überwindung der EU-Schuldenkrise zwischen Solidarität und Subsidiarität, Paderborn, S. 155-163.

Göbel, Elisabeth (2010), Unternehmensethik, zweite Auflage, Stuttgart.

Hauser, Joachim (2013), Kreditderivate: Grundlagen, Risiken, Aufsichtsrechtliche Behandlung, Berlin.

International Swaps and Derivatives Association (ISDA) (2013), Market Survey: Notional amounts outstanding at year-end, all surveyed contracts, 1987-present, URL: <http://www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-results1987-present.xls> (abgerufen am 04.05.2013).

Jähnichen, Traugott (2011), Teilhabegerechtigkeit als sozialetisches Leitbild, Amos International, 5. Jg., Heft 2, S. 5-11.

Kaya, Orcun (Deutsche Bank Research) (2013), Reform der OTC-Derivatemärkte, 18.09.2013, URL: [https://www.dbresearch.de/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PRODOOOOOOOOOO320442/Reform+der+OTC-Derivatem%C3%A4rkte%3A+Erse+erkennbare+Wirkungen+und+offene+Fragen.pdf](https://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PRODOOOOOOOOOO320442/Reform+der+OTC-Derivatem%C3%A4rkte%3A+Erse+erkennbare+Wirkungen+und+offene+Fragen.pdf) (abgerufen am 14.06.2014).

Kant, Immanuel (2004), Grundlegung zur Metaphysik der Sitten, in: Jens Timmermann (Hg.), Sammlung Philosophie, Bd. 3, Göttingen.

Kaufmann, Franz-Xaver (1992), Der Ruf nach Verantwortung, Freiburg i. Br..

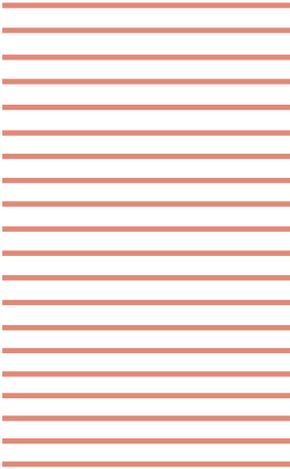
Klieber, Sebastian (2012), Credit Default Swaps: Weapon of Mass Destruction or Reliable Indicator? Economic Affairs, Vol. 32, Heft 1, S. 72-74.

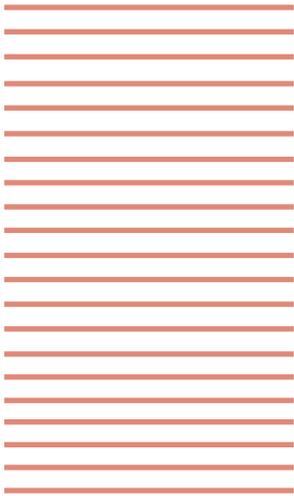
Koslowski, Petr (2009), Ethik der Banken: Folgerungen aus der Finanzkrise, München.

Leo XIII. (1891), Rerum Novarum (RN), Rom, URL: <http://www.uibk.ac.at/theol/leseraum/texte/320.html> (abgerufen am 12.06.2014).

Lüdemann, Carsten (2010), Regulierung von Credit Default Swaps, Deka-Bank Makro Research, Nr. 5, URL: [http://www.fundanalyzer.de/startseite/pdf/53390931032010\\_CDS-Studie.pdf](http://www.fundanalyzer.de/startseite/pdf/53390931032010_CDS-Studie.pdf) (abgerufen am 10.05.2014).

Moore, Jennifer (1990), What Is Really Unethical about Insider Trading, Journal of Business Ethics, Vol. 9, Heft 3, S. 171-182.

- 
- Peukert, Helge (2013), Die große Finanzmarkt und Schuldenkrise: Eine kritisch-orthodoxe Untersuchung, Marburg, fünfte Auflage.
- Pius VI., Quadregesimo Anno (QA), Rom, URL: <http://www.uibk.ac.at/theol/leseraum/texte/319.html> (abgerufen am 14.06.2014).
- Sandel, Michael (2012), Was man für Geld nicht kaufen kann, dritte Auflage, Berlin.
- Schröder, Michael (2013), Trennbanken: Eine analytische Bewertung von Trennbankenelementen und Trennbankensystemen im Hinblick auf Finanzmarktstabilität, Mannheim.
- Schütte, Martin (2010), Ist ein Verbot von „nackten“ Spekulationsgeschäften sinnvoll? ifo Schnelldienst, 63. Jg., Heft 13, S. 6-9.
- Sieg, Gernot (2010), Spieltheorie, dritte Auflage, München.
- Sinn, Hans-Werner (2009), Kasinokapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam und was jetzt zu tun ist, zweite Auflage, Berlin.
- Sharma, Shalendra D. (2013), Credit Default Swaps: Risk Hedge or Financial Weapon of Mass Destruction? Economic Affairs, Vol. 33, Heft 3, S. 303-311.
- Soros, George (2009), One Way to Stop Bear Raids, Wall Street Journal Online, 24.03.2009, URL: <http://online.wsj.com/news/articles/SB123785310594719693> (abgerufen am 02.05.2014).
- Statista (2014), Weltweites Bruttoinlandsprodukt (BIP) in jeweiligen Preisen von 2003 bis 2013 (in Milliarden US-Dollar), Hamburg, URL: <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/159798/umfrage/entwicklung-des-bip-bruttoinlandsprodukt-weltweit/> (abgerufen am 06.05.2014).
- Todev, Tode, Johann Brazda und Juhani Laurinkari (2013), Vor und nach der Banken- und Finanzkrise, Bremen.
- Trüg, Gerson (2010), Finanzkrise, Wirtschaftsstrafrecht und Moral – am Beispiel der Leerverkäufe, in: Eberhard Kempf, Klaus Lüderssen und Klaus Volk (Hg.), Die Finanzkrise, das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral, Berlin und New York, S. 290-326.
- Vogel, Heinz-Dieter, Christina E. Bannier und Thomas Heidorn (2013), Functions and characteristics of corporate and sovereign CDS, in: Frankfurt School – Workund Paper Series No. 203, Frankfurt.
- Wagner, Eva (2008), Credit Default Swaps und Informationsgehalt, Wiesbaden.



Wiemeyer, Joachim (2013), Das Verhältnis von Wirtschaft und Politik in der Finanzkrise, in: Martin Dabrowski, Judith Wolf und Karlies Abmeier (Hg.), Überwindung der EU-Schuldenkrise zwischen Solidarität und Subsidiarität, Paderborn, S. 129-154.

Wojtyla, Karol (2007), Liebe und Verantwortung: Eine ethische Studie, Kleinhein.