

Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität

Kreditderivate und Verbriefungen lösen Kreditrisiken von den ursprünglichen Kreditbeziehungen ab und machen sie an Märkten handelbar. Die Herausbildung von Märkten für Kreditrisikotransfer hat das Potenzial, das Bankgeschäft nachhaltig zu verändern. Die Bundesbank führte im Rahmen einer Initiative des Bankenaufsichtsausschusses (BSC) des Europäischen Systems der Zentralbanken im Spätherbst 2003 eine Erhebung unter den zehn auf diesen Märkten aktivsten deutschen Banken durch. Diese Institute traten mit 303 Mrd € als Sicherungsgeber und mit 263 Mrd € als Sicherungsnehmer auf. Die Erhebung belegt, dass rund vier Fünftel des Handels von Kreditrisiken innerhalb des globalen Bankensystems stattfinden. Bei den Instrumenten entfällt der weitaus größte Anteil auf Credit Default Swaps; unter den Referenzaktiva dominieren gute bis sehr gute Bonitäten.

Der Kreditrisikotransfer kann einen wertvollen Beitrag zur Robustheit des Finanzsystems leisten. Allerdings konzentriert sich die Intermediärfunktion auf wenige Marktteilnehmer. Daher müssen insbesondere große Marktteilnehmer über hoch entwickelte Risikomanagementsysteme verfügen. Darüber hinaus ist erhöhte Transparenz über die Risikopositionen wünschenswert, um die Marktdisziplin zu stärken. Beiden Aspekten werden die Aufsichtsbehörden künftig vermehrt Beachtung schenken.

Überblick über Kreditrisikotransferinstrumente

*Aus Kredit
entsteht Risiko*

Durch die Bereitstellung von Kredit geht ein Gläubiger das Risiko ein, dass der Schuldner die künftigen Ansprüche aus der Finanzierung möglicherweise nicht erfüllen kann. Der Gläubiger kann sich gegen die Folgen des Eintritts dieses Schadensfalls (das sog. Kreditereignis) jedoch absichern, indem er zum Beispiel einen Versicherungsvertrag abschließt und darin die Position des Sicherungsnehmers einnimmt. Der Vertrag löst das Kreditrisiko vom ursprünglichen Finanzierungsvorgang ab und überträgt es einem Dritten, dem Sicherungsgeber. Diese Aufgabe erfüllen auch andere traditionelle Sicherungsprodukte wie Garantien oder Bürgschaften.

*Kreditderivate
versus
traditionelle
Versicherungs-
produkte*

Kreditderivate sind alternative Instrumente, die Kreditrisiko und Finanzierungsvorgang separieren. Sie zielen darauf ab, das abgetrennte Kreditrisiko an Märkten handelbar zu machen. Die Marktfähigkeit verlangt ein hohes Maß an Standardisierung. Dazu trägt unter anderem die Verwendung von Musterrahmenverträgen der International Swap and Derivatives Association (ISDA) bei. Zudem definieren Kreditderivate die Höhe der Ausgleichszahlung unabhängig vom tatsächlichen Schaden, den ein Sicherungsnehmer erleidet. Daher entfällt eine individuelle Schadensprüfung; der Sicherungsnehmer muss das Referenzaktivum nicht einmal besitzen.

*Märkte für
Kreditderivate
und für
Produkte aus
Verbriefungen*

Die Produktvielfalt des modernen Kreditrisikotransfers resultiert aus der Möglichkeit, die Risiken nicht nur zu isolieren, sondern neu zusammenzustellen. Wird ein einzelnes

Kreditrisiko gehandelt (oder ein Korb mit einer eng begrenzten Anzahl von Einzelrisiken), so wird im Folgenden von den Märkten für Kreditderivate gesprochen. Bindet ein Originator eine Vielzahl von Kreditbeziehungen zu einem Sondervermögen zusammen, bevor er das Kreditrisiko separiert und weiterreicht, so ergibt sich eine Verbriefungsstruktur. Verbriefungen nutzen Kreditderivate zwar als Instrumente zur Weiterreichung des Kreditrisikos, stellen aber eigenständige Marktsegmente dar. Dieser Aufsatz bezeichnet die Märkte für Kreditderivate und die Märkte für Verbriefungsprodukte in ihrer Gesamtheit als Märkte für Kreditrisikotransfer.

Kreditderivate können unterschiedliche Aspekte des Kreditrisikos abdecken. Das Adressenausfallrisiko bezeichnet das Risiko einer Insolvenz des Schuldners einer Kreditbeziehung. Allgemeiner definiert das Bonitätsrisiko die Gefahr jeglicher Bonitätsverschlechterung eines Schuldners, auch wenn sie nicht zum Ausfall führt. Daneben zählt zum Kreditrisiko auch das Spreadrisiko, wonach sich die Zinsdifferenz aus einer risikobehafteten und einer risikolosen Anleihe bei gleich bleibender Bonität verändern kann. Das wichtigste Kreditderivat, der Credit Default Swap (CDS), transferiert das Adressenausfallrisiko, kann aber auch zur Sicherung gegen Spreadrisiken eingesetzt werden. Der Total Return Swap (TRS) hat das gesamte wirtschaftliche Risiko einer Kreditbeziehung zum Gegenstand. Eine wichtige Variante von Kreditderivaten stellen die Credit Linked Notes (CLN) dar. Sie sind vom Sicherungsnehmer emittierte Anleihen, deren Rückzahlungsbetrag vom Eintritt des Kreditereignisses abhängt. Daneben gibt es weitere

*Kreditderivate
decken unter-
schiedliche
Aspekte des
Kreditrisikos ab*

Kreditderivate, die aber in der Praxis eine deutlich geringere Rolle spielen.

*Strukturen von
Verbriefungen*

Bezieht sich die Sicherung auf ein Portfolio, kann sich eine Vielzahl von Kreditereignissen einstellen. Dies erlaubt eine Differenzierung bei der Aufteilung des Gesamtrisikos auf verschiedene Gruppen von Sicherungsgebern. So genannte Tranchen definieren eine Rangfolge, nach der die Ausgleichszahlungen zu leisten sind. Für Verbriefungen gibt es zahlreiche Strukturen und Produktlinien. Typischerweise überträgt die Bank das Kreditrisiko aus dem Sondervermögen, das der Verbriefung zu Grunde liegt, an eine eigens hierfür gegründete Zweckgesellschaft. Eine True-Sale-Verbriefung entsteht, wenn die Bank das Sondervermögen mitsamt dem Risiko an die Zweckgesellschaft veräußert. Belässt sie hingegen die Kreditforderung in der Bilanz und reicht lediglich das mittels Kreditderivat separierte Kreditrisiko an die Zweckgesellschaft weiter, so entsteht eine synthetische Verbriefung. Traditionelle Asset Backed Securities (ABS) sind Produkte, die eine Vielzahl homogener Titel (bspw. Kreditkarten- und Leasingforderungen) bündeln. Die inzwischen bedeutsamen Collateralized Debt Obligations (CDO) verbrieft in der Regel weniger und heterogenere Einzeltitel (zumeist Unternehmensforderungen).

*Motive der
Nutzung von
Kreditderivaten
zur Steuerung
des Portfolios...*

Ein Hauptmotiv für das Eingehen einer Sicherungsnehmerposition ist die Absicherung (Hedging) eigener Kreditrisiken im Anlagebuch. Kreditderivate helfen ferner, die Ausschöpfung von Kreditlinien präzise zu steuern, insbesondere in Bezug auf die Höhe der Kreditposition¹⁾ und deren zeitliche Befris-

tung. Übernimmt eine Bank die Position des Sicherungsgebers, so verfolgt sie mit dem selektiven Aufbau von Kreditrisiken und entsprechenden Ertragspotenzialen das Ziel einer besseren Diversifikation des Gesamtportfolios. Im Gegensatz zu Investitionen in klassischen Anlagen entstehen den Banken hierbei in der Regel keine oder nur geringe Refinanzierungskosten. Kreditderivate dienen auch als Kreditersatzgeschäft, vor allem wenn eine Bank nur einen selektiven Zugang zu einzelnen Segmenten der Kreditmärkte hat.

Intermediärbanken handeln Kreditderivate und arrangieren Verbriefungstransaktionen, um einen Handels- oder Provisionsgewinn zu erzielen. Dabei setzen sie Kreditderivate auch gezielt ein, um Arbitragechancen am Markt zu nutzen. Offene Kreditrisikopositionen werden in diesem Prozess relativ schnell geschlossen. Mit der Vermittlung von Angebot und Nachfrage nach Kreditrisiken und der Bereitstellung der Liquidität nehmen Intermediärbanken eine zentrale Rolle für das Funktionieren der Kreditderivatemärkte ein.

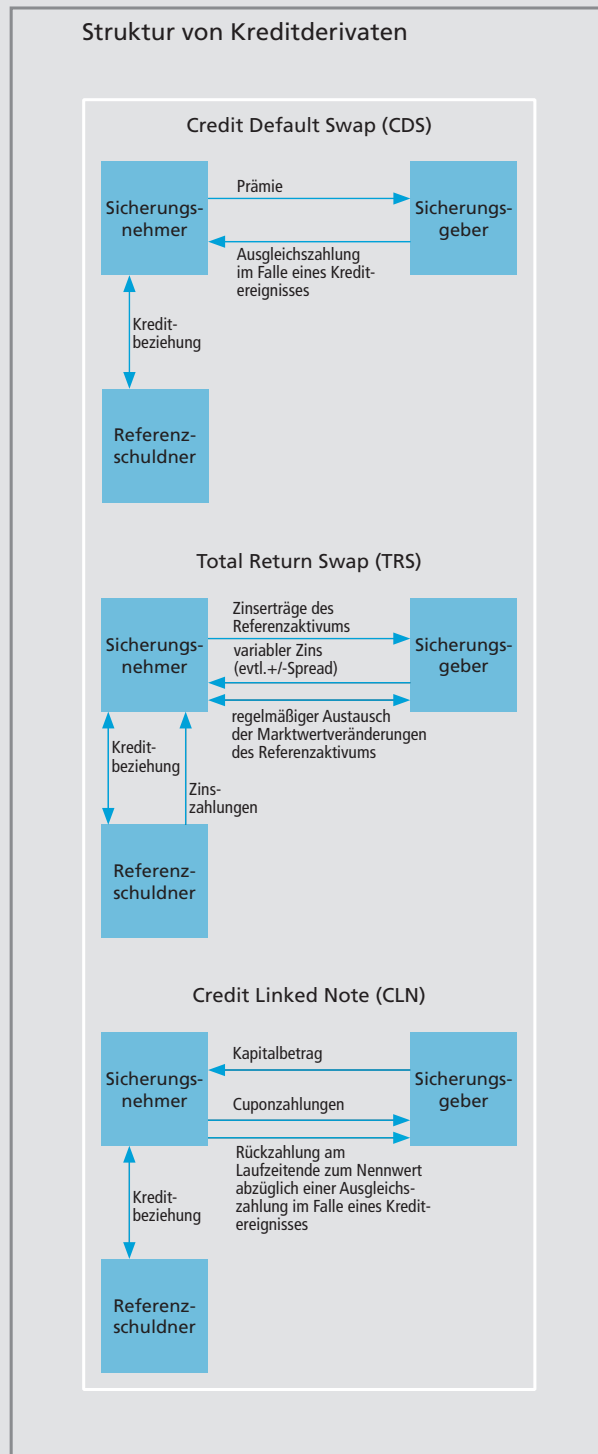
*... und zum
Handel*

Während Banken Kreditderivate häufig zur Vermeidung von Klumpenrisiken einsetzen, reichen sie bei Verbriefungen Risiken aus größeren Kreditportfolien weiter, die in sich bereits einen nennenswerten Diversifikationsgrad aufweisen. Sie bedienen damit die Nachfrage von Investoren nach strukturierten Produkten und erzielen dadurch Einnahmen. Überdies spielt die Optimierung des regulatorischen Eigenkapitals häufig eine wichtige

*Motive für
Verbriefungen*

¹ Bedeutung erlangt diese Möglichkeit nicht zuletzt vor dem Hintergrund der bankaufsichtlichen Begrenzungsnormen für die Vergabe von Großkrediten.

Die Struktur von Kreditderivaten und Verbriefungen

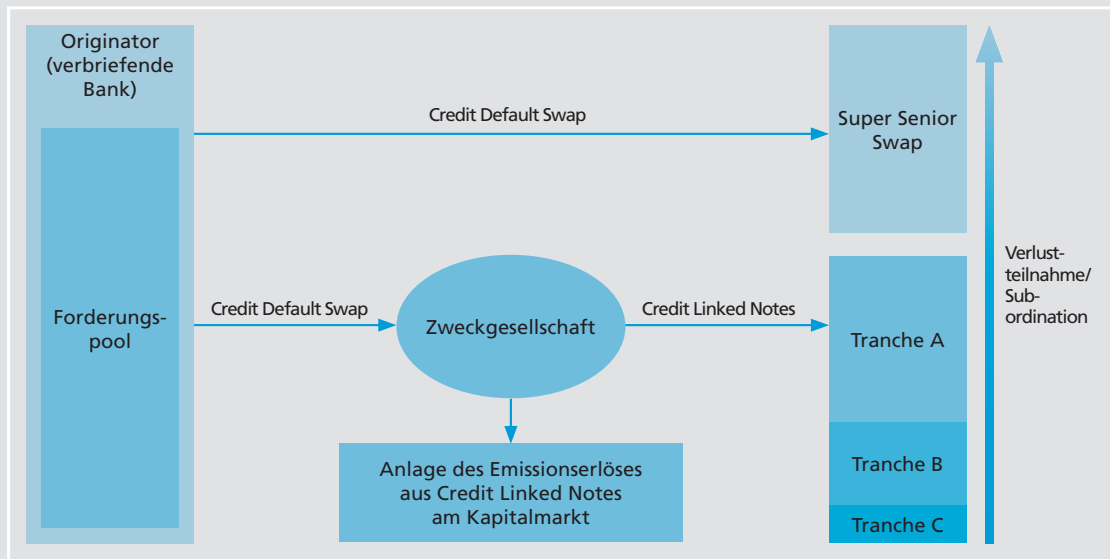


Credit Default Swaps (CDS): Mit Abschluss eines CDS verpflichtet sich der Sicherungsgeber, bei Eintritt eines vorab spezifizierten Kreditereignisses eine Ausgleichszahlung an den Sicherungsnehmer zu leisten. Im Gegenzug erhält er vom Sicherungsnehmer eine periodisch zu zahlende Prämie. Die Höhe der Prämie hängt neben anderen Faktoren vor allem von der Bonität des Referenzschuldners, der Laufzeit des Vertrages, der Bonität des Sicherungsgebers, der Definition des Kreditereignisses und der Wahrscheinlichkeit eines gemeinsamen Ausfalls von Sicherungsgeber und Referenzaktivum ab. Die Definition des Kreditereignisses erfolgt üblicherweise standardisiert durch Bezugnahme auf die Rahmenverträge der International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Neben der Referenzierung auf einzelne Schuldner können sich CDS auch auf ein Portfolio von Referenzaktiva beziehen (Portfolio-CDS). Hierbei unterscheidet man zwischen so genannten nth-to-default-Produkten, die lediglich den n-ten Ausfall innerhalb des Referenzportfolios absichern, und tranchierten Portfolio-CDS. Tranchierte Portfolio-CDS werden in verschiedenen Tranchen begeben, die nach dem Subordinationsprinzip strukturiert sind. Die höherrangigen Tranchen nehmen erst dann an den Verlusten teil, wenn sämtliche ihnen gegenüber nachrangigen Tranchen aufgezehrt sind.

Total Return Swaps (TRS): Bei TRS tauscht der Sicherungsnehmer mit dem Sicherungsgeber die Erträge aus einem Referenzaktivum sowie dessen Wertsteigerungen gegen die Zahlung eines Bezugszinses periodisch aus. Der Sicherungsgeber übernimmt neben dem Kreditrisiko des Referenzaktivums daher auch dessen Marktpreisrisiko. Normalerweise beziehen sich TRS auf liquide Aktiva oder auf Marktindizes, so dass der Marktpreis jederzeit ermittelbar ist. Für illiquide Aktiva werden alternative Preisfindungsmechanismen, wie etwa eine Händlerbefragung, vereinbart. Die zu leistende Prämienzahlung basiert üblicherweise auf einem variablen Zinssatz (z.B.: LIBOR) inklusive eines Zu- beziehungsweise Abschlags, der hauptsächlich von der Bonität des Referenzaktivums sowie der Kreditwürdigkeit beider Kontrahenten abhängt.

Credit Linked Notes (CLN): CLN sind vom Sicherungsnehmer emittierte Schuldverschreibungen, bei denen nur dann am Laufzeitende der volle Nennwert zurückgezahlt wird, wenn bis dahin das vereinbarte Kreditereignis ausgeblieben ist.

Die Grundstruktur der synthetischen Verbriefung



Im Falle eines Kreditereignisses kürzt sich der Rückzahlungsanspruch des Sicherungsgebers um die vereinbarte Ausgleichszahlung. Der Sicherungsgeber übernimmt neben dem Kreditrisiko des Referenzaktivums auch das Kreditrisiko des Emittenten, was zu einem entsprechenden Aufschlag in der Rendite führt. Aus Sicht des Sicherungsnehmers bieten CLN den Vorteil einer Eliminierung des Kontrahentenrisikos, da sie mit der Vereinnahmung des Emissionserlöses gedeckt sind.

Synthetische Verbriefungen: Im Rahmen von Verbriefungstransaktionen werden Kreditrisiken größerer Portfolien an Investoren weitergereicht. Dazu überträgt die verbriefende Bank (Originatorbank) die Kreditrisiken aus dem zu Grunde liegenden Portfolio mit Hilfe von Kreditderivaten zunächst an eine unabhängige Zweckgesellschaft (special purpose vehicle: SPV). Dies hat den Vorteil, dass das Kreditrisiko des Portfolios von dem der Originatorbank separiert wird. Im Unterschied zu True-Sale-Verbriefungen erfolgt kein direkter Forderungsverkauf an die Zweckgesellschaft; die Referenzaktiva verbleiben in der Bilanz der Originatorbank. Der Investor erwirbt die von der Zweckgesellschaft emittierten CLN und übernimmt

damit die Kreditrisiken aus den Referenzaktiva. Die Zweckgesellschaft legt die Erlöse zur Besicherung der Zahlungen an den Investor am Kapitalmarkt an.

Üblicherweise werden die CLN in verschiedenen Tranchen begeben, die von Ratingagenturen bewertet werden. Ähnlich wie bei den Portfolio-CDS sind die von der Zweckgesellschaft emittierten Tranchen der CLN in der Reihenfolge der Verlustteilnahme nach dem Subordinationsprinzip strukturiert. Die jeweilige Tranche nimmt demnach erst dann an den Verlusten aus den Referenzaktiva teil, wenn sämtliche ihr gegenüber nachrangigen Tranchen aufgezehrt sind. Durch diese Strukturierung erzielen höherrangige Tranchen ein erstklassiges Rating. Häufig übertrifft der Nominalwert des zu Grunde liegenden Portfolios den Nominalwert der von der Zweckgesellschaft begebenen CLN. In diesen Fällen behält die Originatorbank entweder das verbleibende Risiko ein oder sie transferiert es mittels eines CDS direkt, ohne Einschaltung der Zweckgesellschaft, an einen anderen Marktteilnehmer, womit sie eine regulatorische Eigenkapitalerleichterung erreichen kann.

Rolle. Da die heutigen Anforderungen kaum hinsichtlich der Kreditwürdigkeit der Schuldner diskriminieren (was sich indes mit Inkraft-Treten von Basel II ändern wird), haben Banken einen gewissen Anreiz, vorrangig gute Bonitäten zu verkaufen. Zur aufsichtlichen Anerkennung der risikomindernden Wirkung der Verbriefungstransaktionen müssen sie allerdings bereits jetzt die einbehaltenen so genannten „First-Loss“-Tranchen direkt vom haftenden Eigenkapital abziehen, da diese unmittelbar für Kreditverluste haften.

*True-Sale-
Verbriefungen*

True-Sale-Verbriefungen, die einen echten Forderungsverkauf beinhalten, dienen häufig der besicherten Refinanzierung. Sie bilden in Deutschland noch die Ausnahme, dürften jedoch durch die Verbriefungsinitiative der deutschen Kreditwirtschaft (TSI) Auftrieb erhalten. Das potenzielle Marktvolumen in Deutschland könnte im Vergleich zu anderen Ländern aber dadurch begrenzt werden, dass mit dem Pfandbrief bereits ein etabliertes Instrument am heimischen Kapitalmarkt existiert, mit dem zumindest einige Kreditinstitute ihre Hypothekarforderungen zur Besicherung von Anleihen einsetzen können.

Ergebnisse zur Marktstruktur aus der Umfrage

*Umfrage der
Bundesbank*

Die Bundesbank führte im Spätherbst 2003 eine Erhebung unter den zehn an den Märkten für Kreditrisikotransfer aktivsten deutschen Kreditinstituten zur Nutzung von Kreditderivaten und Verbriefungen durch. Daran nahmen neben den vier Großbanken auch

Zentralinstitute des Sparkassen- und Genossenschaftssektors teil.

Bei den meisten Segmenten der Märkte für Kreditrisikotransfer handelt es sich um globale Märkte; die Kontrahenten sind oftmals in unterschiedlichen Ländern angesiedelt. Daher ist es treffender, von der Beteiligung deutscher Banken am Gesamtmarkt als von einem deutschen Markt zu sprechen. Die deutschen Banken sind auf dem Markt für Kreditderivate (ohne synthetische Verbriefungen) beachtlich engagiert. Der Gesamtumfang dieser Geschäfte betrug nach der Erhebung gemessen am Nominalvolumen 566 Mrd €, davon 303 Mrd € Sicherungsgeber- und 263 Mrd € Sicherungsnehmerpositionen. Damit entsprachen die Sicherungsgeberpositionen 8 % und die Sicherungsnehmerpositionen 7 % des Kreditvolumens der befragten Banken. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Positionen sich auf die Nominalwerte der Kreditderivate beziehen; der Marktwert dieser Geschäfte liegt – wie für derivative Geschäfte üblich – weit darunter.

Unter den eingesetzten Kreditderivaten dominieren eindeutig die Credit Default Swaps mit einem Anteil von 89 % der Positionen, davon 85 % im Single-Name-Bereich.²⁾ Credit Linked Notes machen dagegen nur 6 % und Total Return Swaps 5 % der Positionen in Kreditderivaten aus. Die Bevorzugung der (Single-Name-)CDS dürfte unter anderem daran liegen, dass diese Instrumente unter den Kredit-

*Märkte für
Kreditrisiko-
transfer sind
global*

*Unter den
Instrumenten
dominieren
Credit Default
Swaps*

²⁾ Als Single-Name-CDS bezeichnet man Credit Default Swaps, die sich auf ein einziges Referenzaktivum beziehen. Beziehen sie sich auf ein Portfolio aus mehreren Aktiva, so spricht man von Portfolio-CDS.

Risikonetto-
positionen

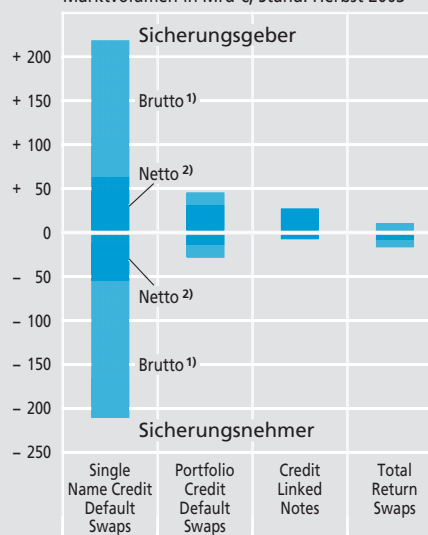
derivaten am längsten etabliert und weitgehend standardisiert sind.

Bei den Großbanken sind Sicherungsnehmer- und Sicherungsgeberpositionen mit jeweils circa 220 Mrd € etwa gleich groß, während bei den befragten Zentralinstituten die Geberpositionen (83 Mrd €) fast doppelt so hoch sind wie die Nehmerpositionen (43 Mrd €). Die Bruttogrößen allein erlauben jedoch lediglich eine grobe Einschätzung des Kreditrisikos. Die einfache Differenzenbildung aus Geber- und Nehmerpositionen unterschätzt das Kreditrisiko.³⁾ Um einen Eindruck über die tatsächlich eingegangenen Kreditrisikopositionen zu erhalten, sind Geber- und Nehmerpositionen pro Referenzaktivum miteinander zu vergleichen.⁴⁾ Die Erhebung der Bundesbank liefert hier zum ersten Mal Einblick in tatsächliche Risikonettopositionen (gemessen am Nominalvolumen der Referenzaktiva) der deutschen Banken. Demnach sind circa 63 % der Abschlüsse gegenläufige Geschäfte; die Risikonettoposition betrug entsprechend 126 Mrd € bei den Geberpositionen, während Sicherungsnehmerpositionen in Höhe von 86 Mrd € eingenommen wurden.

Bei dieser Saldierung erfolgte die Berechnung pro Instrumentenebene sowie unter Vernachlässigung der entsprechenden Bilanzpositionen in den Referenzaktiva.⁵⁾ Berücksichtigt man, dass Sicherungsnehmerpositionen zum Teil zur Absicherung von Bilanzpositionen eingesetzt werden, so reduzieren sich bei den Großbanken die Nettobeträge aus Sicherungsnehmerpositionen um 47 Mrd €. Für die Zentralinstitute liegen hierzu keine verlässlichen Angaben vor.

Brutto- und
Nettopositionen
nach Instrumenten

Marktvolumen in Mrd €; Stand: Herbst 2003



1 Nominalvolumen der Geschäfte. —
2 Bruttoposition abzüglich gegenläufiger
Geschäfte.

Deutsche Bundesbank

Einen interessanten Einblick bietet die Struktur der Aktiva, die den Geschäften zu Grunde liegen. Es fällt auf, dass die Referenzaktiva sich nicht auf deutsche oder europäische Adressen beschränken. Bei den Großbanken halten sich europäische und amerikanische Referenzaktiva mit 93 Mrd € beziehungsweise 91 Mrd € sogar weitgehend die

Hoher Anteil
internationaler
Referenzaktiva

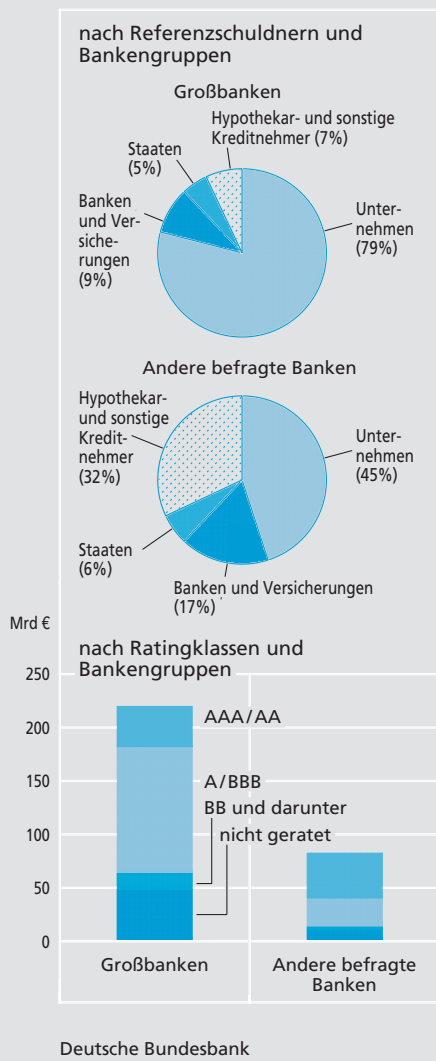
3 Auch die Differenz der Marktwerte kann nur Auskunft über das Marktrisiko, nicht jedoch über das Kreditrisiko geben.

4 Das folgende Beispiel verdeutlicht dies: Hat eine Bank Geber- und Nehmerpositionen in Credit Default Swaps im gleichen Nominalwert auf das gleiche Referenzaktivum, so ist die Bank perfekt abgesichert, da sie die entstehende Zahlungsverpflichtung beim Ausfall des Referenzaktivums durch eine Ausgleichszahlung aus einem anderen Kontrakt kompensieren kann. Dieses ist nicht der Fall, wenn sich Geber- und Nehmerposition auf unterschiedliche Referenzaktiva beziehen.

5 Die Berechnung offener Kreditpositionen müsste, wenn sie vollständig erfolgen soll, unter Einbeziehung sämtlicher Instrumente erfolgen. Allerdings wurde darauf in der Umfrage wegen des erforderlichen Aufwands verzichtet.

Referenzaktiva von Kreditderivaten (Sicherungsgeberpositionen)

Stand: Herbst 2003



Waage. Dies bestätigt, dass der Kreditderivatemarkt ein internationaler Markt ist. Lediglich bei den Zentralinstituten übertreffen die europäischen die amerikanischen Referenzaktiva um 17 Mrd €.

Es überwiegen Unternehmensforderungen...

Bei Großbanken spielen Unternehmensforderungen als Referenzaktiva die größte Rolle, wobei es keine größeren Unterschiede hinsichtlich der regionalen Struktur gibt. Mit

79 % übertreffen die Unternehmensforderungen bei weitem die Forderungen an den Finanzsektor (9 %), die Hypothekarkredite (7 %) und die Forderungen an den öffentlichen Sektor (5 %). Bei den Zentralinstituten zeichnet sich ein anderes Bild ab. Zwar überwiegen auch hier die Unternehmensforderungen (45 %), daneben hat jedoch auch der Hypothekarkreditbereich ein hohes Gewicht (32 %). Ausleihungen an den Finanzsektor sind ebenfalls deutlich überproportional vertreten (17 %). Anders als bei den Großbanken zeigen sich bei den Zentralinstituten wegen des vorherrschenden Diversifikationsmotivs deutliche Akzente in der regionalen und sektoralen Ausrichtung der Referenzaktiva. Während unter den europäischen Referenzaktiva die Unternehmensforderungen deutlich dominieren (61 %), stehen bei den amerikanischen Referenzaktiva die Hypothekarkredite im Vordergrund (62 %). Diese Schwerpunktbildung ist auch vor dem Hintergrund erklärbar, dass mit dem Pfandbrief in Deutschland ein etabliertes Instrument bereitsteht, das ein Engagement in europäischen Hypothekarforderungen erlaubt.

Insgesamt bestätigt sich der auch in anderen Studien festgestellte Sachverhalt, dass sich der Transfer von Kreditrisiken bisher im Wesentlichen auf Referenzaktiva guter bis sehr guter Bonität bezieht. Der Anteil der Referenzaktiva aus dem Investment-Grade-Bereich (mindestens BBB) liegt bei den Zentralinstituten mit 82 % insgesamt etwas höher als bei den Großbanken (71 %). Vor allem der Anteil der Referenzaktiva mit bester Bonität (AA oder besser) ist mit 51 % bei den Zentralinstituten stark ausgeprägt, bei den Großban-

... und gute Bonitäten

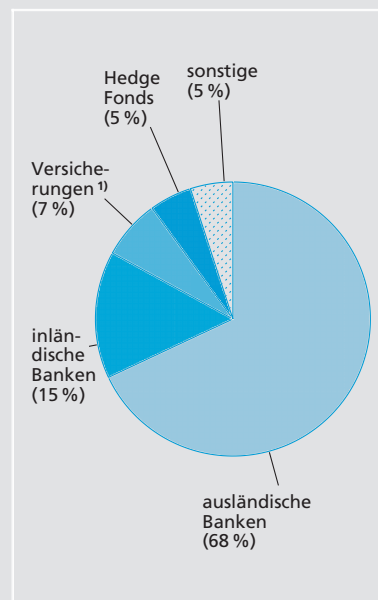
ken beträgt er dagegen nur 17 %. Der hohe Anteil guter Bonitäten korrespondiert mit der starken Stellung der Credit Default Swaps unter den Instrumenten sowie damit, dass Kreditderivate kaum zur Vermeidung von Abschreibungen, sondern vorwiegend zur Begrenzung von Klumpenrisiken eingesetzt werden. Im Übrigen könnte die Dominanz guter Bonitäten auch ein Phänomen der Frühphase des Marktes sein.

Derivatehandel ist Interbankenmarkt

Eine zentrale Frage ist, inwieweit mit Kreditderivaten ein Risikotransfer aus dem deutschen Bankensystem heraus stattfindet. Nach der Umfrage der Bundesbank ist der Handel mit Kreditderivaten zu 83 % – und damit zum überwiegenden Teil – ein Interbankenmarkt. Der Rest verteilt sich zu etwa gleichen Teilen auf Versicherer, Hedge Fonds und sonstige Unternehmen. Die Umfrage der Bundesbank, nach der die deutschen Banken insgesamt 67 % der Kontrakte mit ausländischen Kreditinstituten abschließen, bestätigt die vorherrschende Intermediärposition. Ein breit angelegter Transfer von Kreditrisiken aus dem Bankensektor heraus ist bislang nicht erkennbar. In diesem Zusammenhang ist interessant, dass – ausländische – Versicherer⁶ im Geschäft mit deutschen Banken keineswegs, wie vielfach vermutet wird, überwiegend als Sicherungsgeber auftreten; vielmehr halten sich Sicherungsgeber- und Sicherungsnehmerpositionen die Waage. Beachtenswert ist zudem, dass die in diesem Markt zunehmend wichtiger werdenden Hedge Fonds überwiegend als Sicherungsgeber gegenüber den deutschen Banken auftreten.

Kontrahenten deutscher Banken bei Kreditderivaten

Stand: Herbst 2003



¹ Einschl. Rückversicherungen.

Deutsche Bundesbank

Typisch für den Markt ist eine hohe Konzentration der Intermediärleistung. Nach der Erhebung der Bundesbank halten beispielsweise die vier Großbanken circa 78 % aller von den an der Umfrage beteiligten Banken gehaltenen Positionen in Kreditderivaten. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt eine Untersuchung von Standard & Poor's, wonach weltweit nur 17 Banken 83 % aller CDS halten.

Konzentration des Handels bei wenigen Intermediärbanken

⁶ Deutsche Versicherer traten nicht als Kontrahenten in Kreditderivategeschäften mit deutschen Banken auf. Dabei ist zu beachten, dass die Übernahme von Kreditrisiken durch Kreditderivate im Rahmen der Kapitalanlage als versicherungsfremdes Geschäft grundsätzlich unzulässig ist. Deutsche Erstversicherer können jedoch unter Beachtung von Anlagevorschriften in Asset Backed Securities und Credit Linked Notes investieren. Über das Engagement von Rückversicherern liegen keine gesicherten Erkenntnisse vor.

*Verbriefungen
spielen
geringere Rolle*

Im Vergleich zu Kreditderivaten spielen strukturierte Produkte eine deutlich geringere Rolle. Bei synthetischen Verbriefungen liegt der Umfang der Geschäfte insgesamt bei nur 63 Mrd €, wobei hier die Großbanken mit 57 Mrd € dominieren. Ursächlich für den geringen Umfang dieses Geschäfts bei den Zentralinstituten ist vor allem die Bilanzstruktur dieser Banken, die sich wenig für Verbriefungstransaktionen eignet. Nach wie vor nahezu unbedeutend ist mit 4 Mrd € der Markt für True-Sale-Verbriefungen. Allerdings rechnen die befragten Banken auf Grund des Rückstands im internationalen Vergleich sowie des steigenden Drucks auf die Erschließung zusätzlicher Refinanzierungsmöglichkeiten mit einem deutlichen Wachstum dieses Marktes in Deutschland.

Für Verbriefungen ist die Frage nach dem Risikotransfer zwischen Sektoren schwieriger zu beurteilen, da es zumindest für deutsche Banken bislang kaum verlässliche Zahlen über den Investorenkreis gibt. Die Erhebung kann die gelegentlich geäußerte These eines breit angelegten Risikotransfers zum Versicherungssektor nicht bestätigen. Allerdings gaben die Banken an, dass Versicherungsunternehmen vor dem Platzen der Aktienblase im Jahr 2000 deutlich stärker als Investoren in Verbriefungen in Erscheinung traten. Es ist indes denkbar, dass das Interesse der Versicherer für Anlagen in Verbriefungsprodukten mit höheren Renditen als Alternative zu volatilen Aktienmarktengagements und in einem Umfeld niedriger Marktzinsen wieder ansteigt.

In diesem Zusammenhang ist wichtig, dass die bonitätsmäßig schlechter bewerteten Tran-

chen, insbesondere diejenigen, die den erwarteten Verlust tragen (First-Loss-Tranchen), in der Regel von dem verbriefenden Institut einbehalten werden. Dafür spielt neben der mangelnden Nachfrage die Milderung von Fehlanreizen durch asymmetrische Information eine Rolle.⁷⁾ Nach der Erhebung betragen die einbehaltenen Tranchen bei Verbriefungstransaktionen nahezu 7 % des Gesamtvolumens der verbrieften Aktiva; davon sind wiederum circa 30 % First-Loss-Tranchen. Insgesamt ist daher kaum ein nennenswerter Kreditrisikotransfer von schlechten Bonitäten über Kreditderivate oder Verbriefungen erkennbar. Die Bereinigung des Portfolios von Problemkrediten, die einige Banken mit Nachdruck vornehmen, geschieht vielmehr primär auf dem Weg der Abwicklung oder des Kreditverkaufs.

*First Loss wird
meist vom
Originator zu-
rückbehalten*

Kreditrisikotransfer und Finanzstabilität

Entwickelte, liquide Märkte für den Transfer von Kreditrisiken können die Stabilität des Banken- und Finanzsystems spürbar fördern. Sie steigern die Steuerungskapazität der Kreditinstitute, da die Kreditrisiken durch ihre Handelbarkeit und Marktfähigkeit verlässlicher zu bewerten, flexibler zu variieren und leichter zu diversifizieren sind.

*Märkte für
Kreditrisiko-
transfer fördern
Finanz-
stabilität...*

Das Separieren des Kreditrisikos von der Finanzierung erleichtert wesentlich die Diversifikation. Ein Kreditinstitut kann durch Instrumente des Kreditrisikotransfers seine Abhängigkeit von einem dominanten Einzelrisiko,

*... durch Diversi-
fikation und
Flexibilisierung
des Kredit-
risikos...*

⁷ Zu den Problemen asymmetrischer Informationsverteilung siehe S. 41 f.

Risiken des Kreditrisikotransfers

Einzelwirtschaftliche Risiken	Risiken für die Effizienz des Kreditrisikotransfermarktes	Risiken in der Interdependenz mit anderen Finanzmärkten
<ul style="list-style-type: none"> – Mangelnde Effektivität der Absicherung (Kontrahentenrisiko, Basisrisiko, Rechtsrisiko, Operationelles Risiko, Reputationsrisiko) – Ex-ante-Fehleinschätzung des Risiko-Ertrags-Profiles einer Transaktion 	<ul style="list-style-type: none"> – Hohe Konzentration der Intermediärleistung – Ineffiziente Risikoallokation durch Möglichkeit zur Regulierungsarbitrage – Asymmetrische Informationsverteilung zwischen Sicherungsnehmer und Sicherungsgeber (Negativauslese, Moral Hazard) 	<ul style="list-style-type: none"> – Verstärkung und Übertragung von Störungen durch gleichgerichtete Absicherung, Spekulation und Arbitrage – Erhöhte Intransparenz der Risikolage von Marktteilnehmern

Deutsche Bundesbank

das im Rahmen einer Hausbankbeziehung entsteht, von Sonderentwicklungen einzelner Branchen und Regionen sowie von nationalen Konjunkturzyklen erheblich reduzieren. Die Handelbarkeit des Kreditrisikos auf liquiden Märkten erhöht zudem die Geschwindigkeit und die Flexibilität, mit der Risikopositionen verändert und adjustiert werden können. Damit erleichtert Kreditrisikotransfer auch die Steuerung des Volumens an risikogewichteten Aktiva und damit der Eigenkapitalquote.

Schließlich verbessert der Handel mit Kreditrisiken die Transparenz und die Qualität der Preisbildung. Der Markt lädt mehr Teilnehmer ein, ihre Einschätzung in die Preisbildung einzubringen, und führt diese Vielfalt an Meinungen zu einem transparenten Signal zusammen. So sind die Prämien für Credit

Default Swaps mittlerweile ein weithin beachteter Indikator für die Kreditqualität von Unternehmen, aber auch von Banken. Darüber hinaus bieten die erweiterten Spielräume, das Portfolio permanent zu adjustieren, den Banken einen Anreiz zu verfeinerten Methoden der Risikosteuerung. Dabei setzt sich zunehmend die Marginalbetrachtung der modernen Portfoliotheorie durch, wonach der Preis eines Risikos sich an seinem Grenzbeitrag zum nicht weiter diversifizierbaren Gesamtrisiko zu orientieren hat.

Breitere Diversifikation und effizientere Preisbildung verbessern die Allokation von Kreditrisiken und leisten so einen wesentlichen Beitrag zu einer erhöhten Widerstandskraft des Banken- und Finanzsystems. Dem stehen frei-

*Beitrag zur
Widerstands-
kraft*

*... und durch
transparente
und effiziente
Preisbildung*

lich auch Risiken gegenüber, die den Grad an Finanzstabilität negativ berühren können.

Einzelwirtschaftliche Risiken...

Einzelwirtschaftlich kann der Abschluss eines Sicherungskontrakts zwei Unsicherheiten hervorrufen: Zum einen, ob die Ausplatzierung effektiv ist, also ob das versicherte Risiko im Schadensfall – ganz oder teilweise – wieder auf den Sicherungsnehmer zurückfallen kann. Zum anderen, falls die Effektivität des Transfers gegeben ist, wie das exakte Risiko-Ertrags-Profil aussieht.

... hinsichtlich der Effektivität des Risikotransfers...

Gründe für mangelnde Effektivität eines Risikotransfers können sein:

- Kontrahentenrisiko: Der Sicherungsgeber ist wirtschaftlich nicht in der Lage, die vertraglich festgelegte Kompensationsverpflichtung zu erfüllen.
- Basisrisiko: Zwei gegenläufige Absicherungsgeschäfte sind nicht vollständig deckungsgleich, beispielsweise weil sie sich auf hoch korrelierte, aber nicht identische Referenzaktiva beziehen oder weil die Dokumentationen nicht übereinstimmen.
- Rechtsrisiko: Die Wertung eines Vorgangs als Eintritt des vertraglich definierten Kreditereignisses oder die Höhe der Ausgleichszahlung ist zwischen Sicherungsgeber und -nehmer umstritten. Daneben können sich Rechtspositionen als nicht durchsetzbar erweisen.
- Operationelles Risiko: Hierzu zählen Gefahren des Versagens der technischen Infrastruktur sowie insbesondere aus einer

nicht simultanen Bestätigung des Kontraktabschlusses durch die beiden Kontrahenten.

- Reputationsrisiko: Um einen Reputationschaden zu vermeiden, können sich Originatoren regelmäßiger Verbriefungstransaktionen veranlasst sehen, ein durch überdurchschnittliche Ausfälle belastetes Verbriefungsportfolio zu stützen anstatt die Absicherung in Anspruch zunehmen.

Das Risiko einer systematischen Ex-ante-Fehleinschätzung des Risiko-Ertrags-Profiles stellt sich insbesondere bei komplexen Produkten. Zur Analyse einer Portfoliotransaktion sind vor allem die Korrelationsbeziehungen zu schätzen, die den Diversifikationseffekt im Portfolio bestimmen, sowie die durch die Tranchierung entstandene Charakteristik zu identifizieren.

... und hinsichtlich der korrekten Einschätzung des Risiko-Ertrags-Profiles

Die Marktteilnehmer verfügen über ein reichhaltiges Instrumentarium, um sowohl die Eintrittswahrscheinlichkeit als auch das Ausmaß dieser Risiken zu mildern. Dieses Instrumentarium ist sorgsam einzusetzen. Die Qualität der Risikomanagementsysteme der beteiligten Banken beeinflusst wesentlich die Auswirkungen der Märkte für Kreditrisikotransfer auf die Finanzstabilität. Nur wenn die Risiken einzelwirtschaftlich, vor allem von den größeren Marktteilnehmern, professionell gesteuert werden, kann der Markt seine stabilitätsfördernden Wirkungen entfalten.

Qualität der Risikomanagementsysteme beeinflusst die Finanzstabilität

So müssen die Marktteilnehmer auf geeignete Transaktionsarrangements achten, wie das Stellen und Überprüfen von Sicherheiten

Die Marktteilnehmer müssen auf Transaktionsarrangements achten...

sowie den Abschluss von Netting-Vereinbarungen, und sorgsam mit der noch nicht voll ausgebildeten Infrastruktur des Marktes – etwa in der Abwicklung und in der Dokumentation – umgehen. Sie müssen insbesondere die Interdependenz des Eintritts des Kreditereignisses mit dem Ausfallrisiko des Kontrahenten berücksichtigen (Double default). Sie sollten eine möglichst weit gehende Diversifikation unter den Kontrahenten anstreben, insbesondere pro Referenzadresse, auch wenn der hohe Konzentrationsgrad in der Intermediation dies derzeit wohl begrenzt.⁸⁾

... und Risiken angemessen mit Eigenkapital unterlegen

Darüber hinaus sind die Risiken angemessen mit ökonomischem Eigenkapital zu unterlegen. Die Risiken aus Kreditderivaten sind in ähnlicher Weise zu steuern und zu unterlegen wie bei Zins- und Währungsderivaten, wobei zu beachten ist, dass Kreditderivate Zahlungsverpflichtungen in voller Höhe des Nominalbetrags auslösen können. Insbesondere die Einschätzung des Risikos bei Übernahme einer Position bedarf der Sorgfalt. Ein weitgehendes oder gar ausschließliches Stützen auf Ratingurteile ist nicht hinreichend, allein schon deshalb, weil eine Ratingnote als ein eindimensionales Merkmal naturgemäß nicht eindeutig einem bestimmten Risiko-Ertrags-Profil zuzuordnen ist. In der Diskussion taucht deshalb immer wieder die Frage auf, ob auch weniger erfahrene Marktteilnehmer über hinreichende Kapazität im Risikomanagement verfügen, um die von ihnen eingegangenen Risiken einzuschätzen und zu steuern.

Die Antworten im Rahmen der Erhebung lassen den vorsichtigen Schluss zu, dass die Risikomanagementsysteme der deutschen

Banken einen vergleichsweise hohen Standard aufweisen, was möglicherweise vom fortgeschrittenen Stand der Vorbereitungen auf die neuen Baseler Eigenkapital-Regelungen begünstigt wurde.

Mögliche Effizienzdefizite in der Funktionalität der Märkte für Kreditrisikotransfer

Gefahren für die teilnehmenden Banken können aber natürlich nicht nur diese einzelwirtschaftlichen Risiken hervorrufen, sondern auch mögliche Effizienzdefizite der Märkte für Kreditrisikotransfer.

Als prominenteste Risikoquelle fällt der hohe Grad an Konzentration in der Intermediation von Kreditrisiken auf, den auch die Umfrage der Bundesbank bestätigt. Diverse Gründe sprechen dafür, den hohen Konzentrationsgrad teilweise als marktimmantes Phänomen anzusehen. So erfordert die Komplexität der Intermediertätigkeit hoch entwickelte Risikomanagementsysteme, deren Entwicklung einen bedeutenden Fixkostenblock darstellt. Zusätzlich benötigen die Handelssysteme eine hohe Auslastung, um Skalenerträge zu nutzen. Schließlich dürfte die Marktposition der etablierten Intermediäre auch deshalb schwer angreifbar sein, weil ein einmal erreichter Vorsprung an Know-how sich durch endogene Lernprozesse verfestigt

Hohe Konzentration in der Intermediation...

⁸ Eine Ratingagentur begründet ihren Ratschlag, exorbitante Beträge pro Referenzadresse bei einem einzigen Kontrahenten zu vermeiden, interessanterweise nicht etwa mit dem Kontrahentenrisiko, sondern mit dem Rechtsrisiko, weil der Anreiz beim Sicherungsgeber, Rechtsmittel gegen die Erfüllungspflicht einzulegen, mit der Summe, die auf dem Spiel steht, ansteige.

und weil die Akzeptanz als Kontrahent eine hohe Bonität voraussetzt. Der Ausdruck Intermediär darf im Übrigen nicht assoziieren, dass diese Banken Kreditrisiken lediglich durchleiten würden. Intermediation schließt Transformationsfunktionen sowie eine Market-Maker-Rolle ein, wodurch auch offene Positionen von durchaus nennenswerter Größenordnung sowie nicht unerhebliche Basisrisiken entstehen.

... ruft Liquiditätsrisiko hervor

Der Nachteil der Marktstruktur mit wenigen dominanten Banken, die hohe Marktanteile auf sich ziehen, liegt wohl nicht so sehr im unmittelbaren Kontrahentenrisiko, das täglich neu bewertet und besichert wird. Die eigentliche Gefahr liegt in „Zweitrundeneffekten“ über den Einfluss singulärer Entscheidungen auf die Marktbedingungen. Hohe Marktkonzentration kann leicht eine Liquiditätsillusion erwecken – auf Grund entsprechend hoher Umsätze und einer über längere Zeit stetigen Preisentwicklung. Jedoch kann eine plötzliche Verhaltensänderung einer einzigen der großen Intermediärbanken – etwa ein Marktaustritt auf Grund einer strategischen Neuausrichtung oder einer Ratingverschlechterung, die die Intermediärrolle unterminiert – den Markt erheblich bewegen. Etwaige Verluste, die hierdurch ausgelöst werden, können einzelne Marktteilnehmer zwingen, zur Erfüllung von Nachschusspflichten andere, werthaltige Wertpapiere zu verkaufen. Durch den Verkaufsdruck kann eine solche Störung auf andere Finanzmärkte und andere Akteure übergreifen.

Hohe Konzentration für die Finanzstabilität ungünstig

Die hohe Konzentration, die grundsätzlich auch andere Derivatemarkte kennzeichnet, ist aus Sicht der Finanzstabilität ungünstig.

Zwar dürfte die Konzentration auf wenige Institute mit spezifischem Know-how und in der Regel ausgefeilten Risikomanagementsystemen die Wahrscheinlichkeit des Eintritts einer Störung reduzieren. Zugleich steigt aber das systemische Schadenspotenzial einer Marktstörung – sei es durch Marktaustritt oder vorübergehende Leistungsstörung – deutlich an. Die Erhebung bestätigt diese Einschätzungen. Die Marktteilnehmer sehen einen potenziellen Rückzug einer der großen Intermediärbanken kurzfristig als ernsthaftes Liquiditätsrisiko an, auch wenn sie mittelfristig den Markt für resistent halten.

Während sich die Gefahren des hohen Konzentrationsgrades auf den Intermediationsprozess beziehen, kann Aufsichtsarbitrage zu Ineffizienzen in der Endverteilung der Kreditrisiken führen. Eine Risikoallokation ist ineffizient, wenn die Risiken systematisch bei Einheiten landen, die über vergleichsweise wenig Wissen und Erfahrung im Umgang mit Risiken verfügen und/oder nur geringe Eigenkapitalpuffer zum Abfedern unerwarteter Verluste besitzen. Auslöser einer ineffizienten Risikoallokation könnte eine Regulierungsarbitrage über Sektoren hinweg sein. Dabei würden Kreditrisiken von den Banken wegwandern hin zu weniger regulierten Finanzakteuren, um der aufsichtsrechtlichen Unterlegung mit Eigenkapital zu entgehen.

Gefährdung einer effizienten Risikoallokation durch Aufsichtsarbitrage...

Zwar kann der Marktprozess das Auftauchen unerfahrener Teilnehmer im Prinzip selbst korrigieren, indem er mangelndes Risikomanagement mit Verlusten bestraft. Damit jedoch dieser für die Effizienz der Risikoallokation unerlässliche Sanktionsmechanismus

... birgt Risiken, ...

kein systemisches Risiko hervorruft, ist eine risikoadäquate Unterlegung mit Eigenkapital notwendig. In diesem Zusammenhang bringen einzelne Marktteilnehmer immer wieder ihr Unbehagen über die Rolle der Monoline-Versicherer zum Ausdruck. Sie gelten als vergleichsweise gering kapitalisiert und schwer einschätzbar hinsichtlich ihrer Risikoposition.⁹⁾

...stellt aber derzeit kein drängendes Problem dar

Die Sorge, dass der Markt für Kreditrisikotransfer zum Einfallstor für Regulierungsarbitrage über die Sektoren hinweg wird, erscheint aus heutiger Sicht wenig drängend. Der Umfang an Netto-Transfer aus dem Bankensektor heraus ist vergleichsweise gering. Vor allem hat im Bereich der Unternehmensfinanzierung in vielen Ländern längst eine deutliche Verschiebung vom Bankkredit hin zur Marktfinanzierung über Aktien und Schuldverschreibungen stattgefunden. Die sektorale Verteilung des Risikos aus der Finanzierung von Unternehmen bestimmt sich im Wesentlichen an den Kassamärkten. Der Markt für Kreditrisikotransfer bietet lediglich eine begrenzte Ergänzung, um diese sektorale „Primär-Verteilung“ zu verändern.¹⁰⁾

Asymmetrische Information kann zu Negativauslese und Moral Hazard führen

Asymmetrische Information stellt eine weitere mögliche Quelle von Effizienzproblemen dar.¹¹⁾ Im Kontext von Versicherungsverträgen bedeutet sie, dass der Sicherungsnehmer das Risiko (also die Eintrittswahrscheinlichkeit des Versicherungsfalles und/oder die potenzielle Schadenshöhe) besser einschätzen kann als der Sicherungsgeber. Diese Asymmetrie führt zu einer Negativauslese. Vor allem für schlechte Risiken entsteht Nachfrage nach Versicherungsschutz. In der Konsequenz bil-

det sich ein hoher Marktpreis heraus, der diese Negativauslese antizipiert. Die Effizienzproblematik nimmt noch zu, wenn der Sicherungsnehmer selbst durch den Grad seiner Sorgfalt die Eintrittswahrscheinlichkeit des Schadensfalls oder die Schadenshöhe beeinflussen kann. Das Marktergebnis hängt dann davon ab, inwieweit die Anreize zu Moral Hazard durch Überwachungsaktivitäten oder durch Selbstbeteiligungsregeln abgemildert werden können.

An den Märkten für Kreditrisikotransfer könnte das theoretische Argument der Negativauslese auf die Zusammenstellung der Portfolios durch die Investoren zielen.¹²⁾ Ein Moral-Hazard-Problem könnte darin bestehen, dass die Bank ihre Anstrengungen reduziert, die unternehmerische Entwicklung ihrer Kreditnehmer und damit die Kreditqualität kritisch zu verfolgen, oder dass sie – den Risikotransfer antizipierend – schon bei der Kreditvergabe weniger Sorgfalt an den Tag legt. Es bestehen jedoch verschiedene Mög-

Informationsasymmetrien an Märkten für Kreditrisikotransfer

⁹ Monoline-Versicherer sind in den siebziger Jahren in den USA entstanden. Ihr ursprüngliches Geschäft war, die Zahlungsverpflichtungen aus Anleihen von Gebietskörperschaften zu garantieren. Im Laufe der Jahre haben sich die Monoline-Versicherer zunehmend den ABS- und CDO-Märkten zugewandt. Oftmals übernehmen sie die Sicherungsgeberposition für sog. Super-Senior-Tranchen, die in der Rangfolge der Verpflichtung zur Ausgleichszahlung zuletzt kommen.

¹⁰ Außerdem ist zu beachten, dass strukturierte Produkte zunehmend selbst wieder marktfähige Schuldverschreibungen verbriefen und keineswegs notwendigerweise Bankkredite.

¹¹ Eine ausführliche Darstellung möglicher Anreizprobleme durch asymmetrische Information findet sich bei J. Kiff, F.-L. Michaud und J. Mitchell, An analytic review of credit risk transfer instruments, in: Banque de France: Financial Stability Review, Juni 2003, S. 106–131.

¹² Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hat den Emittenten von ABS-Produkten auferlegt, dass die Forderungen, die verbrieft werden, einen repräsentativen Durchschnitt des entsprechenden Segments in der Bilanz darstellen müssen.

lichkeiten, um Anreizprobleme abzumildern: So kann die Informationsasymmetrie im Rahmen von Offenlegungsprozessen aktiv abgebaut werden. Die Originatorbank kann eine First-Loss-Position zurückbehalten, die eine Selbstbeteiligung darstellt. Ein ähnlicher Effekt geht vom Zwang aus, eine hohe Reputation im Markt zu genießen, so dass die Qualität der laufenden Kontrakte den Risikoaufschlag künftiger Transaktionen beeinflusst. Aus der dynamischen Entwicklung des Marktes für Kreditrisikotransfer sowie aus der Spread-Entwicklung lässt sich ableiten, dass die Probleme aus asymmetrischer Information überwiegend lösbar oder zumindest hinreichend begrenztbar erscheinen.¹³⁾ Hierzu dürften auch die in den letzten Jahren vollzogenen Anpassungen in der Kontraktgestaltung beigetragen haben.

*Anreize bei
Umschuldung*

Diffizile Anreizprobleme für Banken aus dem Abschluss eines Sicherungskontraktes könnten in Entscheidungsprozessen im Rahmen einer Umschuldung von Forderungen gegenüber säumigen Kreditnehmern eintreten. Je nachdem, auf welcher Marktseite eine Bank steht (Sicherungsnehmer oder Sicherungsgeber) und wie lange die Restlaufzeit des bestehenden Kontraktes ist, existieren Anreize, die Umschuldung zu erleichtern beziehungsweise zu forcieren oder aber hinauszuzögern. Die Modalitäten des Kontraktes bestimmen dabei die Anreizwirkung. Sie umfassen zum einen, inwieweit die Dokumentation Umschuldung als Kreditereignis einstuft, und beinhalten zum anderen Regeln der Abwicklung. Letztere können einen Anreiz auslösen, die Umschuldung so zu strukturieren, dass sie einen Keil treibt zwischen die Wertentwick-

lung des Aktivums einerseits, das die Ausgleichszahlung determiniert, und diejenige der ursprünglichen Forderung andererseits (Referenzaktivum), die den effektiven Schaden des Sicherungsnehmers bestimmt. Die Vielfalt an Interessen, die umfangreiche Kontraktbeziehungen aus Kreditrisikotransfer auslösen können, verkompliziert zusätzlich die Verhandlungssituation bei Umschuldungen.¹⁴⁾

Interaktion der Märkte für Kreditrisikotransfer mit anderen Finanzmärkten

Die Märkte für Kreditrisikotransfer weisen typische Merkmale von Derivatemarkten auf. Die hohe Konzentration der Marktteilnehmer in der Intermediation wurde bereits beschrieben. Zugleich erhalten Investoren an Derivatemarkten die Möglichkeit, eine starke Hebelwirkung auszuüben, also mit vergleichsweise geringem Kapitaleinsatz eine Position einzugehen, die hohe Ertragschancen mit hohem Risiko kombiniert. Schließlich besteht eine enge Verzahnung des Derivatemarkts mit dem zu Grunde liegenden Kassamarkt durch Absicherungs- und Arbitragestrategien. Die Kombination dieser Merkmale kann dazu führen, dass Störungen an den zu Grunde lie-

*Märkte für
Kreditrisiko-
transfer als
möglicher
Verstärker von
Störungen, ...*

¹³ Aus Sicht der eher „traditionellen“ Theorie der Intermediation, wonach die Kernaufgabe von Banken und anderen Finanzintermediären darin besteht, Kreditnehmer kostengünstig zu überwachen, erscheint Kreditrisikotransfer weg von der Originatorbank ohnehin paradox. Hingegen kann die „moderne“ Theorie der Intermediation, wonach die Funktion von Finanzinstitutionen darin besteht, Risiken aufzunehmen, neu zusammenzustellen, zu arrangieren und wieder weiterzureichen, die Etablierung von Märkten für Kreditrisikotransfer problemlos integrieren.

¹⁴ Vgl. hierzu u. a.: Committee on the Global Financial System, Credit risk transfer (2003), S. 19 ff.

genden Kassamärkten nicht nur auf den Derivatemarkt übergreifen, sondern dass sie dort multipliziert und wieder zurückgeworfen werden. So kann eine nicht antizipierte Preisbewegung am Kassamarkt durch gleichgerichtete Absicherungsstrategien einer Reihe von Marktteilnehmern die Angebots-Nachfrage-Relation am Derivatemarkt gravierend beeinflussen mit entsprechenden Auswirkungen insbesondere auf Investoren, die hohe Hebelwirkung entfalten.¹⁵⁾

... als Vehikel für spekulative Short-Positionen...

Die Existenz von Märkten für Kreditderivate vereinfacht insbesondere das Eingehen so genannter Short-Positionen, also das Spekulieren auf eine Verschlechterung der Kreditqualität eines Unternehmens. Die Transaktionskosten, um „short“ zu gehen, sind niedriger, weil man lediglich auf die Seite der Sicherungsnehmer treten muss. Hingegen verlangt eine Short-Position am Kassamarkt, die Papiere zur Durchführung so genannter Leerverkäufe zum Beispiel durch simultane Repo-Geschäfte auszuleihen. Etwaige spekulative Attacken mit dem Ziel, von einer Herunterstufung eines Unternehmens durch Ratingagenturen zu profitieren, würden wahrscheinlich über den Markt für Kreditderivate ablaufen.

... und als Kanal für die Übertragung von Übertreibungen

Der Markt für Kreditrisikotransfer könnte auch als Kanal dienen, um eine optimistische „Stimmung des Überschwangs“ an den Finanzmärkten zu verstärken. Insbesondere so genannte Arbitrage-CDOs spielen dabei eine Rolle. Ihre Konstruktion zielt darauf ab, Differenzen im Renditeaufschlag zwischen unterschiedlichen Bonitätsklassen auszunutzen. Sie generieren verbrieftete Papiere hoher Bonität aus einem Portfolio von Einzeltiteln

niedrigerer Bonitäten, indem sie den Diversifikationseffekt ausnutzen und vor allem, indem sie eine Überdeckung mit Sicherheiten anbieten.¹⁶⁾ Das verstärkte Aufkommen solcher Arbitrage-CDOs hat zuletzt die Nachfrage im Bereich der Unternehmensanleihen niedriger Bonitäten erhöht, was zur enormen Kompression der Renditeaufschläge zwischen den verschiedenen Bonitätsklassen an den Anleihemärkten beigetragen haben könnte.

Eine Reihe der genannten Kritikpunkte am Kreditderivatemarkt akzentuiert lediglich die Kehrseite dessen, dass dieser Markt vergleichsweise geringe Transaktionskosten und eine hohe Informationseffizienz aufweist. Dann nämlich läuft der Preisfindungsprozess – inklusive möglicher Übertreibungen und Ausschläge – vornehmlich dort ab. Insofern spricht eine etwas höhere Volatilität des Kreditderivatemarkts gegenüber den Anleihemärkten nicht notwendigerweise gegen ihn.

Funktion im Preisfindungsprozess

Die Existenz der Märkte für Kreditrisikotransfer macht gerade für Hedge Fonds eine verstärkte Hinwendung zu Kreditrisiken interessant. Ihr zunehmendes Engagement beeinflusst den Markt. Zum einen verschieben sie die Nachfrage in Richtung auf höhere Risiken. Zum anderen erhöhen sie die Liquidität im Markt – nicht nur durch die bloße Bruttohöhe ihrer Positionen, sondern mehr noch durch die Häufigkeiten der Transaktionen. Die Marktveränderungen durch die verstärkte

Rolle der Hedge Fonds

¹⁵ Vgl. dazu auch: Internationaler Währungsfonds, How Effectively is the Market for Credit Risk Transfer Vehicles Functioning, in: Global Financial Stability Report, März 2002, S. 36-47, insb. S. 43 f.

¹⁶ Vgl. dazu: J. D. Amato und E. M. Remolona, Das Rätsel der Bonitätsaufschläge, in: BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2003, S. 57-71.

Aktivität von Hedge Fonds sind im Hinblick auf die Finanzstabilität nicht eindeutig zu bewerten. Erhöhte Liquidität und mehr Vielfalt unter den Teilnehmern sind gerade vor dem Hintergrund der hohen Konzentration willkommen. Ein zunehmender Marktanteil höherer Risiken am transferierten Nominalvolumen könnte die Diversifikationsvorteile und den Grad der Diffusion von Kreditrisiken im Finanzsystem erhöhen. Dem steht allerdings gegenüber, dass gerade Hedge Fonds oftmals mit großer Hebelwirkung agieren und somit besonders anfällig sind für die Folgen abrupter Preissprünge.

*Kreditrisiko-
transfer erhöht
Intransparenz
der Risiko-
situation*

Aus Sicht der Finanzstabilität bereitet Sorge, dass die Märkte für Kreditrisikotransfer – zumindest derzeit noch – den Transparenzstandard an den Finanzmärkten absenken. Insbesondere die Bilanzdaten und -kennziffern verlieren weiter an Aussagekraft. Zum einen sind die effektiven Kreditrisikopositionen schwieriger einzuschätzen. Zum anderen könnte mit der weiteren Entwicklung der Märkte bei vielen Instituten eine Verschiebung der Risikokategorien stattfinden – tendenziell weg vom relativ exakt bestimmbareren Kreditrisiko hin zu schwieriger messbaren Kategorien wie Rechtsrisiko, Operationelles Risiko, Reputationsrisiko und Liquiditätsrisiko. Diese zunehmende Intransparenz erschwert nicht nur die Arbeit der Aufsichtsbehörden, sondern vor allem die Disziplinierungsfunktion des Marktes. Eine zusätzliche Dimension erhält das Transparenzthema durch die Vielfalt an Teilnehmertypen am Markt für Kreditrisikotransfer. Die Generierung von mehr Transparenz stößt dadurch auf eine Reihe bekannter Probleme, wie etwa die mangelnde

Datenlage bei Rückversicherern, die Verschlossenheit von Hedge Fonds oder die Rolle so genannter Offshore-Finanzplätze als juristischer Sitz von Fonds und Finanzierungsgesellschaften.

Gesamtbewertung und Ausblick

Der Markt für Kreditrisikotransfer besitzt das Potenzial, die Robustheit des Banken- und Finanzsystems zu steigern. Insbesondere hat er den Lackmustest der zurückliegenden Rezession – mit dem damit verbundenen Anstieg der Kreditrisiken sowie der eingetretenen Kreditereignisse – gut gemeistert. Weder hat die Marktliquidität gelitten, noch sind Rechtsrisiken forciert aufgebrochen.

*Markt für
Kreditrisiko-
transfer hat
Lackmustest
der zurück-
liegenden
Rezession
bestanden*

Die Ausschöpfung des stabilisierungsfördernden Potenzials knüpft allerdings an Voraussetzungen. Insbesondere sind eine ausreichende Eigenkapitalunterlegung der übernommenen Risiken sowie ein professionelles Risikomanagement der Akteure erforderlich. Die Qualität der Risikomanagementsysteme der Teilnehmer muss Schritt halten mit dem Umfang und mit der Komplexität der Engagements. Andernfalls könnte insbesondere das Liquiditätsrisiko, das vor allem auf Grund der hohen Konzentration in der Intermediation von Kreditderivaten besteht, die Finanzstabilität gefährden.

*Voraus-
setzungen für
stabilitäts-
fördernden
Beitrag des
Kreditrisiko-
transfers*

Die Bundesbank wird weiterhin den wachsenden Einsatz der neuen Instrumente beobachten und die Angemessenheit der Risikomanagementsysteme prüfen. Nach der Implementierung von Basel II wird dies wesentlicher

*Rolle der
Bundesbank*

Bestandteil des Supervisory Review Process werden.

*Transparenz
und Offen-
legung*

Im Fokus vieler Ansätze auf nationaler wie internationaler Ebene steht die Verbesserung von Transparenz und Offenlegungspflichten. Dies gilt insbesondere mit Blick auf die hohe Konzentration der Märkte für Kreditrisikotransfer auf relativ wenige Teilnehmer. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht wird Ende dieses Jahres eine regelmäßige, vierteljährliche Erhebung über den Einsatz der Instrumente des Kreditrisikotransfers bei ausgewählten deutschen Banken starten. Die Erfahrungen mit der Umfrage im Rahmen der Initiative des Bankenaufsichtsausschusses (BSC) des Europäischen Systems der Zentralbanken, die den Datenangaben dieses Berichts zu Grunde liegt, fließen in die Konzeption und die Durchführung der künftigen Erhebung ein. Diese wird zugleich internationalen Anforderungen Rechnung tragen, da die G10-Zentralbanken eine Erweiterung der von der BIZ durchgeführten halbjährlichen Derivatstatistik um Angaben zu Credit Default Swaps beschlossen haben. Doch neben der besseren Unterrichtung der Aufsichtsbehörden muss insbesondere der Markt eine bessere Informationsgrundlage erhalten, um seine Disziplinierungsfunktion erfüllen zu können.

*Mittelfristige
Wirkung von
Basel II*

Mittelfristig dürfte auch die Reform der Mindestanforderungen an die Eigenkapitalunterlegung durch Basel II den Markt für Kreditrisikotransfer beeinflussen. Zum einen fördern die neuen Regeln die Weiterentwicklung und Verbesserung der Risikomanagementsysteme. Zum anderen wird Basel II die bisher

unzureichende Differenzierung der aufsichtlichen Eigenkapitalanforderungen nach Risiko korrigieren. Die heutige Diskrepanz zwischen ökonomisch und regulatorisch notwendiger Eigenkapitalunterlegung bietet Banken einen Anreiz, tendenziell die guten Risiken aus der Bilanz herauszulösen und an den Markt zu geben sowie umgekehrt die schlechten Risiken einzubehalten. Die Einführung von Basel II sollte demnach zwei Tendenzen an den Märkten für Kreditrisikotransfer fördern: eine höhere Anzahl an Banken als Marktteilnehmer auf der Basis leistungsfähiger Risikomanagementsysteme sowie einen wachsenden Anteil geringerer Bonitäten an den zu transferierenden Kreditrisiken.

Wie radikal sich langfristig das Bankgeschäft und seine Strategien durch die Etablierung von Kreditrisikotransfer ändern werden, bleibt abzuwarten. Kreditrisikotransfer wird zunehmend einen bedeutenden Raum in der Geschäftspolitik vieler Kreditinstitute einnehmen – wenn auch in unterschiedlichem Maße je nach Positionierung in diversen Märkten. Von makroökonomischer Bedeutung ist insbesondere, inwieweit die zunehmende Marktfähigkeit des Kreditrisikos den Verlauf von Kredit- und Konjunkturzyklen beeinflussen können. Einerseits könnte die Kreditvergabe der Banken durch die enger werdende Verzahnung mit „nervösen“ Finanzmärkten volatiler werden. Andererseits erhöht die Marktfähigkeit des Kreditrisikos die Flexibilität der Banken im Umgang mit dem Kreditrisiko und erleichtert damit die Steuerung der Eigenkapitalquote über die Ausplatzierung von Bankkrediten. Dies könnte zu einer Glättung der Kreditvergabe beitragen.

*Weiter gehende
makro-
ökonomische
Auswirkungen
bleiben abzu-
warten*