

Berufsakademie Villingen-Schwenningen
Studiengang Banken und Bausparkassen

DISKUSSIONSBEITRÄGE

Discussion Papers

Nr. 04/08

Neue Strukturen und weiteres Wachstum von Kreditderivaten im genossenschaftlichen Sektor

Dipl. Betriebswirtin (BA) Olivia Pastari und Dipl. Kfm. Franz Josef Untenberger



BA

IMPRESSUM

Herausgeber

Prof. Dr. Wolfgang Disch
Studiengang Banken und Bausparkassen
Berufsakademie Villingen-Schwenningen
Staatliche Studienakademie
Friedrich-Ebert-Straße 30
78054 Villingen-Schwenningen
Telefon 07720/3906-127
Telefax 07720/3906-119
E-mail disch@ba-vs.de
Internet www.ba-vs.de

Redaktion

Prof. Dr. Wolfgang Disch

Druck

Dokument-Center, Villingen-Schwenningen

ISSN 1613-4842

Alle Rechte vorbehalten

© 2008, Dipl. Betriebswirtin (BA)Olivia Pastari und Dipl. Kfm. Franz Josef Untenberger

„Neue Strukturen und weiteres Wachstum von Kreditderivaten im genossenschaftlichen Sektor“

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	V
I. PROBLEMSTELLUNG, ZIEL UND AUFBAU DER ARBEIT	1
II. GRUNDLAGEN ZU KREDITDERIVATEN	2
1. Kreditderivate als Finanzinnovation	2
2. Kreditrisiken als Basis für Kreditderivate	3
2.1 Kreditrisiko als Bestandteil des Gesamtrisikos einer Bank.....	3
2.2 Der Markt für Kreditderivate.....	4
2.2.1 Marktentwicklung und Marktgröße.....	4
2.2.2 Marktteilnehmer	6
2.2.3 Marktanteile der verschiedenen Kreditderivate	6
3. Die Grundformen von Kreditderivaten.....	6
3.1 Definition und Systematisierung von Kreditderivaten	6
3.2 Grundlegende Vertragsbestandteile.....	7
3.2.1 Vertragspartner	7
3.2.2 Basisinstrument (Underlying)	7
3.2.3 Kreditereignis (Credit Event)	8
3.2.4 Ausgleichszahlung.....	8
3.2.5 Prämienzahlungen	9
3.3 Gestaltungsformen von Kreditderivaten.....	9
3.3.1 Plain Vanilla-Strukturen von Kreditderivaten.....	9
3.3.1.1 Credit Default Produkte	9
3.3.1.1.1 Grundstruktur des Credit Default Swap	10
3.3.1.1.2 Gestaltungsvarianten von Credit Default-Produkten.....	11
3.3.1.1.2.1 Basket Credit Default Swap	11
3.3.1.1.2.2 Digital Credit Default Swap	12

3.3.1.1.2.3 Recovery Credit Default Swap	12
3.3.1.2 Credit Linked Note.....	13
3.3.1.3 Total Return-Produkte.....	15
3.3.1.4 Credit Spread Option	16
3.3.2 Neuere Strukturen von Kreditderivaten.....	17
3.3.2.1 Synthetische Collateralized Debt Obligations	17
3.3.2.2 CDS Indexprodukte am Beispiel des DJ iTraxx	19
3.3.2.3 Credit Futures.....	20
3.3.2.4 Equity Default Swap	21
3.3.2.5 Callable Asset Swap.....	21
3.3.2.6 Contingent Credit Option.....	21
3.3.2.7 Kreditderivate auf Basis von Forward-Strukturen	22
3.3.2.7.1 Credit Forward.....	22
3.3.2.7.2 Credit Spread Forward.....	22
III. Der Einsatz von Kreditderivaten im Risikomanagement von Genossenschaftsbanken.....	23
1. Alternative Produkte zum Kreditrisikotransfer	23
1.1 Traditionelle Produkte	23
1.1.1 Kreditversicherung	23
1.1.2 Kreditsyndizierung	23
1.2 Alternative Kapitalmarktprodukte	24
1.2.1 Kreditverkäufe	24
1.2.2 Bond-Handel und Bond-Optionen.....	24
1.2.3 Asset Swap	25
2. Risikomanagement in Genossenschaftsbanken mit Hilfe von Kreditderivaten.....	26
2.1 Einsatzmöglichkeiten von Kreditderivaten in Genossenschaftsbanken	26
2.1.1 Portfoliomanagement und -optimierung.....	26
2.1.1.1 Risikodiversifikation.....	26
2.1.1.2 Eigenkapital- und Bilanzstrukturmanagement.....	27
2.1.2 Absicherung einzelner Kredite	27

2.1.3 Kreditlinienmanagement	28
2.1.4 Erschließung neuer Märkte	29
2.1.5 Ausnutzung von Steuervorteilen	29
2.1.6 Eigenhandel mit Kreditderivaten.....	30
2.1.6.1 Spekulation	30
2.1.6.2 Arbitrage	30
2.2 Aktuelle Instrumente zur Portfoliosteuerung für Genossenschaftsbanken	31
2.2.1 Das Promise- und Provide-Konzept	31
2.2.2 Das Multi-Seller-Konzept	32
2.2.3 Die Kreislaufmodelle VR Circle und WGZ-Loop	33
3. Vorteile von Kreditderivaten gegenüber traditionellen Steuerungs- instrumenten.....	35
4. Allgemeine Problemfelder beim Einsatz von Kreditderivaten	36
4.1 Informationsasymmetrien	36
4.2 Organisatorische und aufsichtrechtliche Anforderungen	37
4.3 Fehlende Standardisierung und Erfüllungsrisiken.....	38
4.4 Bewertung von Kreditrisiken und Pricing von Kreditderivaten.....	38
4.5 Fehlende Marktliquidität	39
4.6 Erhöhter Schulungsbedarf	39
IV. Fazit und Ausblick.....	41
Anhang I:	43
Anhang II:	57
Anhang III:.....	58
Anhang IV:.....	59
Anhang V:.....	60
Anhang VI:.....	61
Anhang VII:	62
Anhang VIII:.....	63
Anhang IX:.....	64

Anhang X:	69
Anhang XI:	70
Anhang XII:	71
Anhang XIII:	72
Anhang XIV:	72
Anhang XV:	73
Anhang XVI:	73
Anhang XVII:	74
Anhang XVIII:	75
Literaturverzeichnis.....	76
Verfasser:	82

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BBA	British Banker's Association
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
bps	basispoints
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
BVR	Bundesverband der Volksbanken und Raiffeisenbanken
bzw.	beziehungsweise
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swap
CLN	Credit Linked Note
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CSO	Credit Spread Option
d.h.	das heißt
DJ	Dow Jones
DTB	Deutsche Terminbörse
EAD	Exposure at Default
EL	expected loss
etc.	et cetera (lat. und so weiter)
EURIBOR	European Interbank Offered Rate
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
IHS	Inhaberschuldverschreibung
IIC	International Index Company Ltd.
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
LGD	Loss Given Default

LIBOR	London Interbank Offered Rate
LOOP	Loan Optimizing Pool
MaK	Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft
MBS	Mortgage Backed Securities
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OTC	over-the-counter (außerbörslich)
p.a.	per annum
PD	Probability of Default
PROMISE	Promotional Mittelstand Loan Securitisation
PROVIDE	Provide-Residential Mortgage Securitisation
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
S.	Seite
sog.	sogenannte
SPV	Special Purpose Vehicle
TRS	Total Return Swap
u.a.	unter anderem
USA	United States of America
USD	US-Dollar
v.a.	vor allem
VaR	Value at Risk
Vgl.	Vergleiche
z.B.	zum Beispiel

I. PROBLEMSTELLUNG, ZIEL UND AUFBAU DER ARBEIT

Die Situation des deutschen Bankensystems in den letzten Jahren charakterisiert sich durch sinkende Margen im zinstragenden Geschäft, die die Banken für das übernommene Risiko häufig nicht ausreichend entschädigen, in Verbindung mit einem gleichzeitig steigenden Wertberichtigungsbedarf bei Krediten; Kreditinstitute sind infolgedessen grundsätzlich aufgerufen, ihre Risikopositionen im Kreditgeschäft zu überdenken und risikoreduzierende Maßnahmen durchzuführen.¹ Die zunehmende Handelbarkeit von Kreditrisiken ermöglicht einen Paradigmenwechsel von der klassischen Buy-and-Hold-Strategie zu einem aktiven und risikooptimierenden Management von Kreditrisiken.² Trotz der in der jüngsten Vergangenheit starken volumenmäßigen Entwicklung des Kreditderivatemarktes sind die faktischen Möglichkeiten, Kreditrisiken über den Sekundärmarkt zu transferieren und somit zu steuern, besonders für kleinere Kreditinstitute teilweise nach wie vor stark limitiert. Für den breiten Einsatz von Kreditderivaten zur Absicherung von Kreditrisiken muss in Deutschland noch einige Überzeugungsarbeit geleistet werden. Während Großbanken von den positiven Effekten der Kreditderivate meist überzeugt sind und diese in großem Umfang im Kreditportfoliomanagement einsetzen, besteht bei kleineren regionalbezogenen Instituten wie Genossenschaftsbanken oft noch erhöhter Schulungsbedarf über dieses relativ neue Steuerungsinstrument, weshalb Kreditderivate bei diesen Bankengruppen bislang nur in eingeschränktem Umfang eingesetzt werden.³ Gerade Regionalbanken weisen aber oft auch hohe Konzentrationsrisiken in ihren Kreditportfolien auf, die eigentlich ein aktives Kreditportfoliomanagement erfordern; allerdings ist es speziell für solche Institute oft problematisch, die aus dem mittelständischen Kreditgeschäft entstehenden Klumpenrisiken kosteneffizient zu steuern.⁴

Zielsetzung dieser Arbeit soll es sein, die Möglichkeiten, die die verschiedenen Produkttypen von Kreditderivaten für das Risikomanagement von Banken bieten, sowie die mit einem Einsatz eventuell verbundenen Probleme darzustellen. Hierbei wird im Teil II der Arbeit zunächst allgemein auf die Grundlagen von Kreditderivaten inklusive der bisherigen Marktentwicklung, ihrer Systematisierung und deren verschiedenen Gestaltungsvarianten eingegangen. Im folgenden Teil III werden die Einsatzmöglichkeiten von kreditderivativen Produkten im Risikomanagement von Genossenschaftsbanken dargestellt, wobei zunächst alternative Produkte

¹ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 25.

² Vgl. Gruber, J. / Schmid, I. (2005), S. 5.

³ Vgl. Weber, M. (2002), S. 4.

⁴ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 26.

zum Kreditrisikotransfer wie bspw. die Syndizierung von Krediten vorgestellt werden, um anschließend drei aktuelle Instrumente zur Portfoliosteuerung in Volks- und Raiffeisenbanken zu beschreiben und schließlich die Vorzüge von Kreditderivaten gegenüber den genannten traditionellen Steuerungsinstrumenten aufzuzeigen. Abschließend werden zudem einige allgemeine Problemfelder beim Einsatz von Kreditderivaten beleuchtet. Abgerundet wird die Arbeit durch eine eigene, im April/Mai 2007 durchgeführte Umfrage, im Rahmen derer 300 Genossenschaftsbanken in ganz Deutschland zu ausgewählten Inhalten dieser Arbeit im Hinblick auf die jeweiligen praktischen Verfahren befragt wurden.

II. GRUNDLAGEN ZU KREDITDERIVATEN

1. Kreditderivate als Finanzinnovation

Der Begriff der Finanzinnovation wird in der Literatur nicht einheitlich verwendet und eher kontrovers aufgefasst. Viele Definitionen enthalten unbestimmte Begriffe und sind nicht operational. Zur Begriffsbestimmung kann z.B. folgende relativ einfache Definition verwendet werden: „Finanzinnovationen sind technische oder organisatorische Neuerungen im Angebot finanzieller Leistungen oder bei der Abwicklung nationaler oder internationaler Transaktionen auf Geld-, Kapital-, Kredit- und Devisenmärkten.“⁵

Unter Derivaten versteht man im Allgemeinen Finanzinstrumente, die von einem Referenzaktivum abgeleitet und separat handelbar sind.⁶ Zu den Derivaten zählen u.a. Financial Futures, Forward Rate Agreements, Optionen und diverse Swap-Geschäfte. Sie werden entweder an der Börse gehandelt oder außerbörslich (OTC). Bei OTC-Derivaten gibt es i.d.R. weder feste Ausstattungsmerkmale noch feste Abwicklungsmodalitäten, allerdings haben sich in der Praxis mittlerweile gewisse Standardisierungen in Form von Rahmenverträgen, bspw. von der ISDA⁷, herausgebildet, auf welche sich die Vertragsparteien üblicherweise beziehen.⁸ Den derivativen Instrumenten ist gemeinsam, dass ihre Bewertung auf dem (Markt-) Wert eines Basiswertes (Underlying), wie z.B. eine Aktie, Rohstoffe, ein Zinssatz oder ein Wechselkurs, beruht. Als

⁵ Vgl. Besser, A. (1996), S. 27.

⁶ Vgl. Müller, F. (2000), S. 10.

⁷ „ISDA is the global trade association representing leading participants in the privately negotiated derivatives industry. ISDA was chartered in 1985, and today has more than 600 member institutions from 46 countries on six continents. These members include most of the world’s major institutions that deal in privately negotiated derivatives, as well as many of the business, governmental entities and other end users that rely on over-the-counter (OTC) derivatives to manage efficiently the financial market risks inherent in their core economic activities.” Vgl. Marshall, L. (2004), S. 423.

⁸ Vgl. Barckow, A. / Beike, R. (2002), S. 8.

mögliche Ursachen für die starke Entwicklung des Marktes für Finanzinnovationen können die technologische Entwicklung, Änderungen im Banken-Aufsichtsrecht, gestiegene Marktpreisschwankungen und die daraus resultierenden höheren Absicherungsbedürfnisse der Marktteilnehmer, der steigende Wettbewerb und die Möglichkeit zur Umgehung oder Ausnutzung staatlicher Regelungen durch Finanzinnovationen genannt werden.⁹

2. Kreditrisiken als Basis für Kreditderivate

2.1 Kreditrisiko als Bestandteil des Gesamtrisikos einer Bank

Durch das Eingehen von Geschäften kann für ein Kreditinstitut, bedingt z.B. durch einen unzureichenden Informationsstand oder sich zufällig entwickelnde, wertbeeinflussende Größen, Unsicherheit über die zukünftigen Erträge entstehen. Diese Ungewissheit kann als mögliches Abweichen von Soll- und Istgrößen interpretiert werden, als ein möglicher Verlust oder – vereinfacht gesprochen – als Risiko.¹⁰ In den letzten Jahren hat sich das Interesse der Wissenschaft, der Finanzmarktregulierung und der Praxis an den Kreditrisiken verstärkt, sodass diese heute vor den operationellen Risiken und den Marktrisiken die größten Risikoblöcke eines Kreditinstituts bilden, die von der Gesamtbanksteuerung beherrscht werden müssen.¹¹ Das Kreditrisiko ist zudem diejenige Komponente des Geschäftserfolgs, für die lange Zeit kein maßgeschneidertes Risikomanagementprodukt existierte; erst mit der Entwicklung von Kreditderivaten wurde es Kreditportfoliomanagern möglich, das Ausfall- und Bonitätsveränderungsrisiko eines Kredites individuell zu steuern.¹² Das Management des Kreditrisikos setzt eine klare Abgrenzung von anderen Risikokategorien und eine Beschreibung seiner besonderen Eigenschaften voraus: Es besteht in der Gefahr, dass die Forderungen eines Gläubigers aufgrund der Bonitätsverschlechterung eines Schuldners nicht, nur teilweise oder verspätet zurückbezahlt werden.¹³ Ein Verlust kann dabei durch einen konkreten Ausfall oder bereits durch eine Bonitätsverschlechterung des Kreditnehmers entstehen, die bewirkt, dass sich die Wahrscheinlichkeit oder das Ausmaß eines möglichen Ausfalls erhöhen. Das Kreditrisiko wird anhand der Größen *Probability of Default*¹⁴, *Exposure at Default*¹⁵ und *Loss given Default*¹⁶

⁹ Vgl. Schmidt, M. (2006), S. 1.

¹⁰ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 1.

¹¹ Zur Aufteilung der Risikokategorien einer Bank vgl. auch Anhang II.

¹² Vgl. Neske, C. (2005), S. 55 f.

¹³ Vgl. Müller, F. (2000), S. 7.

¹⁴ Gefahr des Eintretens eines Ausfallereignisses, das zur Realisation eines Verlustes führt.

¹⁵ Unsicherheit in Bezug auf die Höhe des in Zukunft ausfallgefährdeten Betrages (Inanspruchnahme).

bestimmt. Der *erwartete Verlust* (Expected Loss) betrachtet den durchschnittlichen Ausfallverlust eines Kreditnehmers über ein bestimmtes Zeitintervall¹⁷ und ergibt sich aus der multiplikativen Verknüpfung der genannten Bestimmungsfaktoren: $EL = PD \times LGD \times EAD$. Das eigentliche Kreditrisiko besteht aber in den negativen Abweichungen von diesem Erwartungswert, sprich dem *unerwarteten Verlust* (Unexpected Loss), der heute i.d.R. aus dem Konzept des VaR heraus als Credit-at-Risk¹⁸ auf Portfolioebene erfasst wird¹⁹ und somit die Korrelationen verschiedener Kredite zueinander betrachtet.²⁰ In Genossenschaftsbanken steht hierfür im Rahmen von VR-Control der *CreditPortfolioManager* zur Verfügung.

2.2 Der Markt für Kreditderivate

2.2.1 Marktentwicklung und Marktgröße

Die Geburtsstunde der Kreditderivate ist in der Gestaltung zweier wegweisender Transaktionen im Jahr 1991 zu sehen: Bankers Trust konstruierte einen in eine Anleihe-Struktur eingebetteten CDS, der auf ein Portfolio japanischer Banken referenziert war.²¹ Bankers Trust war in dieser Transaktion der Sicherungsnehmer, der sein Kreditrisiko-Exposure in japanischen Banken gegen Zahlung einer Prämie reduzierte. Auch der erste TRS wurde 1991 von Bankers Trust gestaltet: Bankers Trust war hier der Sicherungsgeber, der Kontraktpartner Mellon Bank der Sicherungsnehmer; die Mellon Bank konnte in Folge dieser Transaktion zusätzliche Mittel an einen langjährigen Kunden vergeben, ohne das Kreditrisiko-Exposure dieses Kunden weiter zu erhöhen.²² Bis 1993 waren Kreditderivate ein am Nominalvolumen gemessen kleiner und hinsichtlich der Marktteilnehmer, der Underlyings und der Anwendungsmöglichkeiten eng begrenzter Markt.²³ Ab 1993 setzte dann zuerst in den USA, anschließend auch in Europa und Asien eine rasante Entwicklung des Kreditderivatemarktes ein.²⁴ Bei der Entstehung des Marktes für Kreditderivate spielten mehrere Faktoren eine Rolle, v.a. jedoch der Wunsch der

¹⁶ Der ausfallende Teil des Gesamtexposures ist abhängig von der Wiedergewinnungsquote: „The Recovery Rate measures the extent to which the market value of an obligation may be recovered if the counterparty defaults.“ Vgl. Chacko, G. / Dessain, V. / Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006), S. 22.

¹⁷ Vgl. Overbeck, R. (2005), S. 20.

¹⁸ Der Credit-at-Risk beschreibt den maximalen Wertverlust eines Kreditportfolios innerhalb eines bestimmten Betrachtungszeitraumes (üblicherweise ein Jahr), der mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird. Vgl. Kern, M. (2003), S. 43.

¹⁹ Vgl. Burghof, H.-P. / Paul, S. / Rudolph, B. (2005), S. 6.

²⁰ Vgl. Overbeck, R. (2005), S. 20.

²¹ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005), S. 40.

²² Vgl. Falloon, W. (1997), S. 61.

²³ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005), S. 41.

²⁴ Vgl. Kern, M. (2003), S. 23.

Kreditinstitute nach einem einfachen und effektiven Instrument zum Kreditrisikotransfer, über den der Kreditnehmer selbst möglichst nicht informiert werden soll.²⁵ Ein weiterer Grund für die rasante Entwicklung ist der durch den steigenden Wettbewerb und die Forderungen der Eigenkapitalgeber zunehmende Druck auf Banken, ihre Eigenkapitalrendite bei gleichzeitig sinkenden Margen zu maximieren.²⁶ Auch die Globalisierung, der Abbau von Bürokratie (Deregulierung) und die Securitization²⁷ waren wichtige Faktoren bei der Entwicklung des Kreditderivatemarktes.

Verschiedene aktuelle Studien stimmen in der Hinsicht überein, dass der Markt für Kreditderivate rapide gewachsen ist und auch weiterhin stark anschwellen wird; hinsichtlich der Schätzung des tatsächlichen Marktvolumens und der tatsächlichen Wachstumsaussichten bestehen jedoch Unterschiede.²⁸ Diese sind auf unterschiedliche Produkte und verschieden breite Erhebungsmassen zurückzuführen, welche in den Marktbefragungen berücksichtigt werden.²⁹ Die British Bankers' Association (BBA) führt regelmäßig Umfragen bei Banken zu der Entwicklung des Kreditderivatemarktes durch, die aktuellste datiert aus dem Herbst 2006. Die Schätzungen der BBA aus den Jahren 2003/2004 in Höhe von 8,2 Billionen USD für 2006 wurden mit tatsächlichen 20 Billionen USD weit übertroffen.³⁰ Auch für die Folgejahre rechnet die BBA mit einem weiterhin starken Wachstum des globalen Marktes für Kreditderivate, sodass deren Marktvolumen bis 2008 um weitere 65 % auf geschätzte 33.120 Milliarden USD anschwellen wird.³¹ Fitch ermittelt für Ende 2005 ein ausstehendes Nominalvolumen von knapp 12 Billionen USD und insofern ein Wachstum von 122 % gegenüber dem Vergleichswert in 2004.³² Für die Folgejahre gehen in der Fitch-Studie nur 40 % der Befragten von einem stark wachsenden Markt aus, während 17 % ein moderates und 43 % ein eher langsames Wachstum erwarten.³³ Die ISDA hingegen geht Mitte 2006 von einem Volumen von 26 Billionen USD aus und ermittelt somit einen Anstieg von 52 % gegenüber dem Wert von Ende 2005.³⁴ Auch eine eigene Umfrage unter 300 Genossenschaftsbanken hat ergeben, dass insgesamt mit einem

25 Vgl. Dülfer, C. (2005), S. 124.

26 Vgl. Kern, M. (2003), S. 23.

27 Unter Securitization versteht man die Verbriefung von Forderungen durch Wertpapiere und ihren anschließenden Verkauf an Investoren. Vgl. Müller, F. (2000), S. 13 f.

28 Vgl. Eichhorn, M. / Eichhorn-Schurig, M. (2006), S. 25; Flesch, J. R. (2006), S. 20.

29 Vgl. Kremers, T. (2007), S. 10.

30 Vgl. British Bankers' Association (2004); British Bankers' Association (2006).

31 Die Entwicklung der Märkte für Kreditderivate ist in Anhang III graphisch dargestellt.

32 Vgl. Fitch Ratings (2006).

33 Vgl. Fitch Ratings (2006).

34 Vgl. Eichhorn, M. / Eichhorn-Schurig, M. (2006), S. 25.

weiteren Wachstum des Kreditderivatemarktes gerechnet wird, welches von Volks- und Raiffeisenbanken allerdings besonders bei Credit Default-Produkten und Credit Linked Notes als am stärksten ausgeprägt erwartet wird.³⁵

2.2.2 Marktteilnehmer

Banken und Finanzdienstleister haben nach wie vor den größten Anteil im Markt für Kreditderivate³⁶, gefolgt von Wertpapierhäusern, Fonds-Gesellschaften (insbesondere Hedge-Fonds) Versicherungen und Unternehmen. Diese Marktteilnehmer treten jedoch unterschiedlich stark als Sicherungsgeber oder -nehmer auf.³⁷ Insgesamt weist der Markt bezogen auf Kontrahenten eine außerordentlich hohe Konzentration auf: Gemessen an der Anzahl der Geschäfte vereinen die zehn führenden Kontrahenten³⁸ 66 %, gemessen am Volumen 86 % aller Käufe und Verkäufe auf sich.³⁹

2.2.3 Marktanteile der verschiedenen Kreditderivate

Zu den primär gehandelten Produkten gehören derzeit CDSs, CLNs und TRSs. Aber auch Produkte, denen ein Portfolio von Referenzschuldner oder Referenzforderungen zugrunde liegt gewinnen immer mehr an Bedeutung. Indexprodukte und CDOs werden von der BBA und von Fitch einheitlich als neue Wachstumstreiber angesehen.⁴⁰ Die selbst organisierte Umfrage unter Genossenschaftsbanken hat ergeben, dass Volks- und Raiffeisenbanken Kreditderivate zu 90 % ausschließlich in Form von CDSs und CLNs verwenden.⁴¹

3. Die Grundformen von Kreditderivaten

3.1 Definition und Systematisierung von Kreditderivaten

„Credit derivatives are bilateral contracts with payoffs linked to a credit related event such as a default, credit downgrade or bankruptcy.“⁴² Kreditderivate sind demnach derivative Finanzinstrumente, die sich von herkömmlichen Derivaten lediglich dadurch unterscheiden, dass

35 Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Anhang I, Ergebnisse zu Frage 7, S.

36 Vgl. Felsenheimer, J. / Gisdakis, P. / Zaiser, M. (2005), S. 65.

37 Die Aufteilung des Kreditderivatemarktes nach Teilnehmern ist in Anhang IV graphisch dargestellt.

38 Morgan Stanley, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, UBS, Lehman Brothers, Barclays, Citigroup, Credit Suisse First Boston und BNP Paribas. Vgl. Fitch Ratings (2006).

39 Vgl. Fitch Ratings (2006).

40 Die Aufteilung der Kreditderivate nach Produktarten sowie die Entwicklung der Marktanteile der einzelnen Produktarten sind in Anhang V graphisch dargestellt.

41 Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Anhang I, Ergebnisse zu Frage 3.

42 Vgl. Minton, B. A. / Stulz, R. / Williamson, R. (2005), S. 2.

ihre Wertentwicklung nicht an die Zins-, Preis- und Wechselkursrisiken des Basisinstrumentes, sondern an dessen Kreditrisiko geknüpft ist.⁴³ Durch ihre Konstruktion kann das Kreditrisiko von Darlehen, Anleihen und anderer Kreditpositionen außerbilanziell separiert, neu gebündelt und auf andere Marktteilnehmer transferiert werden.⁴⁴ „Credit derivatives effectively allow the unbundling of credit risk from other transactions. This allows credit risk to be separately traded in financial markets.“⁴⁵ Es handelt sich also um Kontrakte, die es ermöglichen, das zugrunde liegende Kreditrisiko gegen Zahlung einer Prämie auf Dritte zu übertragen, sodass der Risikoverkäufer nach Abschluss der Transaktion nur noch die kreditrisikolose Liquiditätskomponente des Basisinstrumentes hält und die ursprüngliche Kreditbeziehung unangetastet bleibt.⁴⁶ In der Literatur wird zwischen einer engeren und einer weiteren Definition der Kreditderivate unterschieden.⁴⁷

3.2 Grundlegende Vertragsbestandteile

3.2.1 Vertragspartner

Kreditderivate werden zwischen zwei Parteien abgeschlossen: Auf der einen Seite steht der Sicherungsnehmer⁴⁸, der im Falle eines Kreditereignisses eine vereinbarte Ausgleichszahlung⁴⁹ vom Sicherungsgeber⁵⁰ erhält, welche im Wesentlichen vom Restwert des Referenzaktivums bestimmt wird. Im Gegenzug dafür zahlt der Sicherungsnehmer eine Prämie an seinen Vertragspartner, die je nach Kreditderivat auf unterschiedliche Weise berechnet wird.⁵¹

3.2.2 Basisinstrument (Underlying)

Ein Vermögensgegenstand bzw. Aktivposten im Bestand des Risikoverkäufers, der durch ein Kreditderivat abgesichert werden soll, wird als Risikoaktivum bezeichnet. Da die Wertänderungen im Risikoaktivum nicht immer direkt ermittelt werden können, muss bei Vertragsabschluss zusätzlich ein Instrument festgelegt werden, dessen Wertänderung objektiv den Eintritt eines Kreditereignisses feststellt und die daraus resultierende Ausgleichszahlung

⁴³ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005), S. 33.

⁴⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 28.

⁴⁵ Vgl. Das, S. (2005), S. 3.

⁴⁶ Vgl. Kern, M. (2003), S. 6.

⁴⁷ Diese Systematisierung der Kreditderivate ist in Anhang VI graphisch dargestellt.

⁴⁸ = Käufer der Absicherung, Protection Buyer, Credit Risk Short. Vgl. Lause, S. (2005), S. 24.

⁴⁹ Die Ausgleichszahlung wird auch als Default Payment bezeichnet.

⁵⁰ = Verkäufer der Absicherung, Protection Seller, Credit Risk Long. Vgl. Lause, S. (2005), S. 24.

⁵¹ Vgl. Weber, M. (2002), S. 15 f.

festlegt.⁵² Dieses Instrument wird als Referenzaktivum⁵³ bezeichnet. Reference Asset und Underlying können zwar identisch sein, weichen jedoch in den meisten Fällen voneinander ab⁵⁴: als Referenz kommen bspw. ein Rating, einzelne Kredite oder Anleihen, aber auch Indizes oder Körbe kreditrisikosensitiver Instrumente in Betracht.

3.2.3 Kreditereignis (*Credit Event*)

Ein im Voraus festgelegtes, vertraglich fixiertes Ereignis beschreibt die negative Bonitätsveränderung eines Referenzaktivums und verpflichtet den Risikokäufer während der Laufzeit des Kreditderivates bei Eintritt dieses Ereignisses zur Zahlung eines Ausgleichs an den Risikoverkäufer⁵⁵. „*The occurrence of the credit event triggers the obligation of the seller of protection to make the default payment to the purchaser of default protection.*”⁵⁶ Die ISDA bietet mittlerweile allgemein anerkannte Standards für die Definition von Credit Events. So können *Bankruptcy* (Insolvenz), *Failure to Pay* (Nichtzahlung), *Cross Acceleration* (Vorfalligkeit), *Cross Default* (Potenzielle Vorfalligkeit), *Repudiation Moratorium* (Nichtanerkennung / Moratorium) oder *Restructuring* (Schuldenrestrukturierung) als vordefinierte Kreditereignisse in Frage kommen.⁵⁷

3.2.4 Ausgleichszahlung

Im Falle eines Credit Events, sind vom Sicherungsgeber Ausgleichszahlungen an den Sicherungsnehmer zu leisten. Diese können erfolgen als:

- *Cash Settlement*: Man unterscheidet zwischen einer Barzahlung in Höhe des tatsächlich entstandenen Schadens und einer Barzahlung in Höhe einer vertraglich vorab fixierten Summe (Binary Payment, Digital Payment)⁵⁸.
- *Physical Delivery*⁵⁹: Physische Lieferung eines spezifiziertes Referenzaktivums an den Sicherungsgeber, für die der Sicherungsnehmer dann im Gegenzug eine vertraglich fixierte Zahlung, die sich bspw. am ursprünglichen Nominalwert orientiert, erhält.⁶⁰

⁵² Vgl. Kern, M. (2003), S. 6 f.

⁵³ = Reference Asset, Reference Obligation, Underlying, Basiswert.

⁵⁴ Vgl. Müller, F. (2000), S. 19.

⁵⁵ Vgl. Müller, F. (2000), S. 20.

⁵⁶ Vgl. Das, S. (2005), S. 77.

⁵⁷ Vgl. International Swaps and Derivatives Association (2003), Article IV sowie Benzler, M. / Nordhues, H.-G. (2005), S. 219 ff.; Kremers, T. (2007), S. 22; Das, S. (2005), S. 77.

⁵⁸ Vgl. Das, S. (2005), S. 29 f.

⁵⁹ Nur bei handelbaren Positionen möglich.

⁶⁰ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 36.

3.2.5 Prämienzahlungen

Der Sicherungsgeber fordert für die Risikoübernahme in aller Regel Prämien, die monetäre Äquivalente für die abzusichernden Risiken darstellen.⁶¹ Die Höhe der vom Sicherungsnehmer zu entrichtenden Prämienzahlungen, die in Basispunkten bezogen auf den Nominalwert des Kontraktes ausgedrückt wird, bemisst sich primär nach der Bonität der abzusichernden Position, dem Volumen und der Kontraktlaufzeit.⁶² Je nach vertraglicher Vereinbarung können die Prämienzahlungen vom Sicherungsnehmer zum Laufzeitbeginn oder in periodischen Zahlungen während der Kontraktlaufzeit bewirkt werden.

3.3 Gestaltungsformen von Kreditderivaten

3.3.1 Plain Vanilla-Strukturen von Kreditderivaten

Als Plain Vanilla-Strukturen werden die meist angewendeten Formen von Kreditderivaten bezeichnet. Zu ihnen zählen Credit Default Swaps, Credit Linked Notes, Total Return Swaps und Credit Spread Options.

3.3.1.1 Credit Default Produkte

Credit Default Produkte⁶³ stellen die einfachste und gebräuchlichste Form von Kreditderivaten dar, was mit ein Grund dafür ist, dass sich Strukturen dieser Produkte auch in anderen Kreditderivaten, wie z.B. Credit Linked Notes oder Total Return Swaps, wieder finden.⁶⁴ „*The most popular type of credit derivative is the CDS. Not only is this form of credit derivative the most commonly used standalone product employed by asset managers and traders, but it is also used extensively in structured credit products such as synthetic CDOs and CLNs.*”⁶⁵

⁶¹ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 36.

⁶² Vgl. Müller, F. (2000), S. 20.

⁶³ Bezüglich der genauen Nomenklatur der Credit Default Produkte herrscht in der Kreditwirtschaft keine Einigkeit, da es strittig ist, ob es sich bei diesen Produkten um Optionen oder Swaps handelt. Die BaFin bezeichnet diesen Finanzkontrakt zwar als Credit Default Swap, ordnet ihn aber gerade aufgrund seiner asymmetrischen Zahlungs- und Risikostruktur als Option ein.⁶³ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel II(ii)..

In der Literatur werden die Credit Default Produkte in einigen Fällen auch je nach Zeitpunkt der Prämienzahlung als Credit Default Swap bzw. Credit Default Option benannt: erfolgt die Prämienzahlung einmalig zu Beginn des Geschäftes (up front payment), wird dieses Konstrukt als Credit Default Option bezeichnet, bei einer periodisch annualisierten Prämienzahlung wird von einem Credit Default Swap gesprochen. Vgl. Rösch, D. (2001), S. 9; Lause, S. (2005), S. 24 f.; Hohl, S. / Liebig, T. (1999), S. 507; Chaplin, G. (2005), S. 58.

⁶⁴ Vgl. Kern, M. (2003), S. 10.

⁶⁵ Vgl. Anson, M. J. P. / Chen, R. / Choudhry, M. / Fabozzi, F. J. (2004), S. 47.

3.3.1.1.1 Grundstruktur des Credit Default Swap

Mit Abschluss eines CDS⁶⁶ beabsichtigt der Sicherungsnehmer, ein Referenzaktivum gegen ein oder mehrere vertraglich spezifizierte Credit Events für eine gewisse zeitliche Periode abzusichern⁶⁷; Wertänderungen beim Referenzaktivum, die nicht auf die vereinbarten Kreditereignisse zurückzuführen sind bleiben hingegen ungeschützt⁶⁸. Zu diesem Zweck entrichtet der Sicherungsnehmer eine Risikoprämie⁶⁹ an den Sicherungsgeber, die er seinerseits aus den Zinseinnahmen des Underlyings finanziert.⁷⁰ Im Gegenzug erhält er vom Sicherungsgeber eine Ausgleichszahlung, falls beim Referenzaktivum ein vorab spezifiziertes Kreditereignis eintritt.⁷¹ „A credit default swap is a bilateral, off-balance-sheet agreement between two counterparties, in which one party offers the other party protection against a credit event by a third party for a specified period of time, in return for premium payment.“⁷² „In a credit default swap, two parties enter into an agreement whereby one party pays the other a periodic fee in exchange for a much larger, but floating, payment should a predefined credit event occur.“⁷³ Kommt es während der Laufzeit zu keinem Credit Event, so erhält der Sicherungsgeber die periodische Prämienzahlung ohne dafür eine Gegenleistung erbringen zu müssen und der Kontrakt erlischt am Ende der Laufzeit. Im Falle eines Credit Events des zugrunde liegenden Referenzrisikos entsteht hingegen ein Zahlungsanspruch seitens des Sicherungsnehmers.⁷⁴ Die Höhe der Ausgleichszahlung orientiert sich i.d.R. an der Differenz zwischen dem Restwert und dem Nominalwert des Referenzaktivums.⁷⁵

Seit 1998 steht für den CDS eine Standarddokumentation der ISDA zur Verfügung, die es den Vertragspartnern erlaubt, die genauen Vertragskonditionen aus vorgegebenen Alternativen auszuwählen, mit dem Ziel, die Vertragsdokumentation so transparent wie möglich zu gestalten.⁷⁶ Diese Standardisierung hat sicherlich nicht unerheblich zu dem enormen Wachstum

66 Alternativ zu dem Begriff Credit Default Swap werden auch die Bezeichnungen Credit Default Option, Credit Default Put, Credit Swap, Default Swap, Credit Put oder Default Put verwendet.

67 Vgl. Fehr, B. (2007a), S. 25.

68 Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel II (ii).

69 Diese Risikoprämie wird auch als CDS Spread bezeichnet und bemisst sich üblicherweise in Form von Basispunkten auf den Nominalwert des Kontrakts. Sie spiegelt den Preis der Absicherung wider.

70 Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel II (ii); Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 24; Fehr, B. (2007a), S. 25.

71 Vgl. Neske, C. (2005), S. 56; Hammer, T. (2003).

72 Vgl. Chaplin, G. (2005), S. 55.

73 Vgl. Chacko, G. / Dessain, V. / Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006), S. 48.

74 Die Grundstruktur eines CDS ist in Anhang VII graphisch dargestellt. In Anhang VIII findet sich ein vereinfachtes Beispiel für eine CDS-Transaktion.

75 Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 24.

76 Vgl. Neske, C. (2005), S. 56 f.

des Marktsegmentes der CDSs beigetragen; heute werden über 90 % der Transaktionen auf einem einheitlichen Formular bzw. unter der Musterconfirmation lt. ISDA abgeschlossen⁷⁷.

CDSs ähneln traditionellen Sicherungsinstrumenten wie der Garantie oder der Kreditversicherung, da auch diese Instrumente Schutz gegenüber bestimmten Ereignissen bieten, die einen Kreditausfall zur Folge haben könnten.⁷⁸ Unterschiede bestehen jedoch hinsichtlich der rechtlichen Stellung des Sicherungsgebers bei Inanspruchnahme der Sicherungsleistung: Im Gegensatz zu einer Garantie entsteht dem Sicherungsgeber durch Erbringung der Sicherungsleistung in einem CDS kein Anspruch gegenüber dem Kreditnehmer.⁷⁹ CDSs sind zudem rein außerbilanzielle Geschäfte⁸⁰, während Garantien unter dem Strich bilanziert werden müssen. Weiterhin ist die Periode, die zwischen Schadensfall und Auszahlung des Sicherungsbetrages liegt, bei CDSs vertraglich exakt geregelt und i.d.R. kürzer als bei Garantien.⁸¹

3.3.1.1.2 Gestaltungsvarianten von Credit Default-Produkten

3.3.1.1.2.1 Basket Credit Default Swap

Während bei den bisher beschriebenen Ausgestaltungsformen des CDS lediglich das Risiko eines Referenzaktivums abgesichert wird, erlaubt ein Basket-CDS die Besicherung mehrerer, in einem Korb befindlicher Aktiva, die sich auf unterschiedliche Kreditnehmer bzw. Emittenten beziehen.⁸² „A basket default swap is like a single-name CDS, except that it is referenced to a particular credit event on a basket of credits.“⁸³ In der Literatur wird zwischen verschiedenen Ausgestaltungsformen des Basket-CDS unterschieden; die wohl bekannteste stellt der sog. *nth-to-Default Basket* dar. Hierbei werden mehrere (üblicherweise drei bis zehn⁸⁴) exakt spezifizierte Referenzaktiva unterschiedlicher Schuldner gegen vertraglich vereinbarte Credit Events abgesichert, die Absicherung erstreckt sich jedoch lediglich auf das n-te Kreditereignis eines im

77 Vgl. Lause, S. (2005), S. 25. Ein Beispiel für eine Standard-Confirmation findet sich in Anhang IX.

78 Vgl. Fehr, B. (2007a), S. 25; Overbeck, R. (2005), S. 22.

79 Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.)(1999), K. I; Kremers, T. (2007). S. 9.

80 Sog. Off-Balance-Sheet-Transaktionen. Dem Sicherungsgeber entstehen somit keine Refinanzierungskosten, sodass sich CDSs auch für Marktteilnehmer eignen, die vergleichsweise hohe Refinanzierungskosten aufweisen oder zu bestimmten Marktsegmenten keinen Zugang haben und bieten diesen auf diese Weise neue Geschäfts- und Ertragsmöglichkeiten. Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 51.

81 Vgl. Müller, F. (2000), S. 24.

82 Vgl. Müller, F. (2000), S. 26.

83 Vgl. Gregory, J. (Hrsg.) (2004), S. 93.

84 Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 44.

Basket befindlichen Referenzaktivums⁸⁵. „A *first-to-default swap* gives credit protection on a list of reference names instead of just one reference name, and will result in a pay-out after the *first* default only. The contract then terminates.“⁸⁶ Bei einem First-to-Default Basket kann der Sicherungsnehmer also bspw. nur für den zeitlich ersten Ausfall eine Ausgleichsleistung beanspruchen⁸⁷, die weiteren, zeitlich nachgelagerten Defaults bei im Korb befindlichen Referenzaktiva werden nicht abgedeckt. Aufgrund dieses geringen Besicherungsniveaus sind die Kosten für die Basket-Absicherung im Vergleich zu der entsprechenden Anzahl einzelner CDSs erheblich günstiger⁸⁸; allerdings fällt die Prämie für einen Basket-CDS im Vergleich zu einem herkömmlichen einzelnen CDS höher aus, da der Sicherungsgeber ein höheres Risiko trägt.

3.3.1.1.2.2 Digital Credit Default Swap

Digital Default Swaps⁸⁹ unterscheiden sich von der Plain Vanilla-Form des CDS durch einen fundamental unterschiedlichen Ausgleichsmechanismus: ein sog. Binary Settlement sieht die Zahlung eines in der Höhe vorab festgelegten Betrages vor, der unabhängig ist von der Recovery Rate, d.h. vom Kurs der zugrunde liegenden Reference Obligation nach dem Eintritt eines Credit Event.⁹⁰ „A digital CDS is similar to a vanilla CDS except that the payment in the event of a credit event is not par in exchange for defaulted debt (or par less recovery), but par.“⁹¹ Für den Sicherungsnehmer besteht folglich die Gefahr, dass er im Falle der Realisation eines niedrigeren Restwertes nur eine partielle Absicherung besitzt und die möglicherweise beabsichtigte vollumfängliche Hedge-Wirkung nicht erreicht.⁹² Der Digital Default Swap hat jedoch den Vorteil, dass die bereits bei öffentlich gehandelten Referenzaktiva oft relativ problematische Restwertermittlung nach einem Kreditereignis entfällt, wodurch er insbesondere auch für nicht öffentlich gehandelte Aktiva geeignet ist.⁹³

3.3.1.1.2.3 Recovery Credit Default Swap

Beim Recovery CDS erhält der Sicherungsnehmer nur dann eine Ausgleichzahlung, wenn die Recovery Rate beim Referenzaktivum infolge eines Kreditereignisses unterhalb eines vertraglich

⁸⁵ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 54.

⁸⁶ Vgl. Chaplin, G. (2005), S. 179.

⁸⁷ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 44.

⁸⁸ Vgl. Chacko, G. / Dessain, V. / Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006), S. 156.

⁸⁹ = Fixed Recovery Default Swap, Binary Default Swap. Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 28; Chacko, G. / Dessain, V. / Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006), S. 154.

⁹⁰ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 28; Posthaus, A. (2005), S. 73.

⁹¹ Vgl. Chaplin, G. (2005), S. 153.

⁹² Vgl. Neske, C. (2005), S. 60.

⁹³ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 53.

vereinbarten Prozentsatzes, der sich auf den Nominalwert bezieht, fällt.⁹⁴ Die Höhe der Ausgleichszahlung bemisst sich dann nach der Differenz zwischen dem vereinbarten Prozentwert und dem in Prozent ausgedrückten Restwert multipliziert mit dem Nominalbetrag des Referenzaktivums.⁹⁵ „A fixed recovery CDS is a CDS where the payment on the occurrence of a credit event is par less the agreed recovery.“⁹⁶ Da der Sicherungsnehmer erst bei Unterschreitung des mit dem Sicherungsgeber vereinbarten Prozentwertes abgesichert ist und die Absicherung auf diesen Betrag limitiert ist, führt auch diese Variante nicht zu einer vollen Hedge-Wirkung, sondern nur zu einer Teilabsicherung. Aufgrund dieser Tatsache fällt auch die Prämie für einen Recovery Credit Default Swap im Vergleich zur Plain Vanilla-Variante des CDS geringer aus.

3.3.1.2 Credit Linked Note

In ihrer typischen Form sind CLNs strukturierte Anleihen, die eine zumeist variabel verzinsliche Anleihe mit einem CDS kombinieren, der den Rückzahlungsbetrag der Anleihe bestimmt.⁹⁷ „CLNs are debt instruments whose payments are tied to the performance of debt obligations of selected entities [...] – i.e., they are linked to the credit quality of the reference entities’ obligations.“⁹⁸ Die Kombination dieser beiden Produktbestandteile führt wegen der Ähnlichkeit mit einer Anleihe zu einem in vollem Umfang bilanzwirksamen Instrument, das das Kreditrisiko des Referenzaktivums synthetisch nachbildet.⁹⁹ Der Käufer einer CLN geht also eine synthetische Kreditrisikoposition ein, ohne das Referenzaktivum selbst zu erwerben. CLNs als strukturierte Wertpapiere werden üblicherweise vom Sicherungsnehmer selbst oder von einer bspw. von mehreren Banken gebildeten Zweckgesellschaft¹⁰⁰ als Anleihe emittiert mit der

⁹⁴ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 53.

⁹⁵ Vgl. Posthaus, A. (2005), S. 74.

⁹⁶ Vgl. Chaplin, G. (2005), S. 153.

⁹⁷ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel II (iii). Die Grundstruktur einer CLN ist in Anhang X graphisch dargestellt, in Anhang XI findet sich ein vereinfachtes Beispiel für eine CLN-Transaktion.

⁹⁸ Vgl. Leibholz, M. / Tzani, R. (2004), S. 431.

⁹⁹ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 74.

¹⁰⁰ Die Zweckgesellschaft wird auch als Special Purpose Vehicle oder Repacking Vehicle bezeichnet. „Special Purpose Vehicles are separate legal entities often owned by a charity, created for specific transactions, and typically are incorporated in offshore tax havens such as the Cayman Islands.“ Vgl. Chacko, G. / Dessain, V. / Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006), S. 50; Chaplin, G. (2005), S. 143 f. Die Emission der CLN durch ein SPV bietet v.a. für Sicherungsnehmer mit vergleichsweise schlechter Bonität Vorteile: Die in die Transaktion einbezogene Zweckgesellschaft verhindert, dass die emittierten Wertpapiere durch das unzureichende Rating des ursprünglichen Risikoverkäufers in Mitleidenschaft gezogen werden. So können trotz der durch die Zweckgesellschaft verursachten Zusatzkosten die Gesamtkosten der Absicherung für den Risikoverkäufer gesenkt werden und es kommt im Gegensatz zu einer Direktemission nicht zu einer Bilanzverlängerung beim Sicherungsnehmer. Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 76.

Absicht, das Kreditausfallrisiko eines Referenzaktivums oder mehrerer Referenzaktiva gegen vertraglich spezifizierte Kreditereignisse zu veräußern.¹⁰¹ „*In a CLN the buyer of protection (seller of the note) transfers credit risk to an investor via an intermediate bond-issuing entity. This intermediary can be the buyer's own treasury or a third party's treasury [...] via a special purpose vehicle.*”¹⁰² Im Kern ist eine CLN ein verbrieftes bzw. unterlegtes CDS.¹⁰³ Der Sicherungsnehmer trägt kein Kontrahentenrisiko, da im Falle eines Credit Events aufgrund der Initialzahlung bei Kauf das benötigte Kapital bereits vorhanden ist¹⁰⁴, denn im Unterschied zu anderen Kreditderivaten leistet der Sicherungsgeber bereits im Voraus eine Geldzahlung in Höhe des Nominalbetrages, sodass der Sicherungsnehmer diesen Emissionserlös aus der CLN vereinnahmt und faktisch als Barunterlegung seiner Kreditrisiken verwenden kann.¹⁰⁵ Tritt während der Absicherungsperiode kein Credit Event beim Referenzasset ein, wird am Laufzeitende der Nominalbetrag der Anleihe zurückgezahlt, im Falle eines Credit Events erhält der Sicherungsgeber lediglich einen um die Wertverluste des Referenztitels verminderten Tilgungsbetrag¹⁰⁶, denn er hat die Wertminderung des Referenzaktivums in vereinbarter Höhe zu tragen.¹⁰⁷ Für den Sicherungsgeber bedeutet die Investition in eine CLN, dass er die Ausfallrisiken von zwei Adressen gleichzeitig trägt, nämlich die des Referenzaktivums und zusätzlich die des Emittenten¹⁰⁸. Dieses doppelte Risiko spiegelt sich i.d.R. in einer höheren Verzinsung als bei einer traditionellen Schuldverschreibung mit sonst identischer Ausstattung wider.¹⁰⁹ Wird die CLN nicht vom Sicherungsnehmer selbst, sondern von einer Zweckgesellschaft emittiert, erzielt diese durch die Emission und die Veräußerung Erlöse, die in Wertpapiere höchster Bonität (Collateral Securities) investiert werden und zur Besicherung der Forderungen des Sicherungsnehmers gegenüber dem SPV dienen. Kommt es zu einem vertraglich vereinbarten Credit Event, veräußert die Zweckgesellschaft die zur Besicherung dienenden Wertpapiere und bewirkt aus dem hierdurch erzielten Verkaufserlös die Ausgleichszahlung an den Sicherungsnehmer. Die Rendite für den Sicherungsgeber setzt sich bei der Emission durch eine Zweckgesellschaft also aus den beiden Komponenten Prämie des CDS und Rendite der

¹⁰¹ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 75.

¹⁰² Vgl. Chaplin, G. (2005), S. 143.

¹⁰³ Vgl. Offermann, C. (2001), S. 31.

¹⁰⁴ Vgl. Müller, F. (2000), S. 29.

¹⁰⁵ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel II (iii).

¹⁰⁶ Aufgrund der variablen Grundverzinsung der CLN können zinsinduzierte Marktwertänderungen weitgehend ausgeschlossen und Kursveränderungen des Wertpapiers – eine erstklassige Bonität des Emittenten unterstellt – somit allein auf Bonitätsveränderungen des Underlying zurückgeführt werden. Vgl. Offermann, C. (2001), S. 31.

¹⁰⁷ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005), S. 34; Hammer, T. (2003).

¹⁰⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 31; Müller, F. (2000), S. 29; Kremers, T. (2007), S. 65.

¹⁰⁹ Vgl. Becker, H. P. / Peppmeier A. (2002), S. 373 f.

Collateral Securities zusammen.¹¹⁰ Der Risikokäufer tauscht bei dieser Transaktionsstruktur wirtschaftlich das Kontrahentenrisiko des Sicherungsnehmers gegen das vergleichsweise geringe Risiko des Collateral.¹¹¹

3.3.1.3 Total Return-Produkte

Ein TRS¹¹² überträgt im Unterschied zum CDS nicht nur das Kreditrisiko, sondern den gesamten ökonomischen Ertrag und somit auch das gesamte Kursrisiko eines Aktivums auf den Sicherungsgeber¹¹³. „In a total return swap, an investor enters into a derivatives contract whereby it will receive all the cash flows associated with a given reference asset or financial index without actually ever buying or owning the asset or the index.“¹¹⁴ Das Kreditderivate abgrenzende Merkmal eines separierten Transfers von Ausfallrisiken wird somit nur eingeschränkt erfüllt; entsprechend der herrschenden Meinung in Literatur und praxi lassen sich TRSs jedoch insofern den Kreditderivaten subsumieren, als der Transfer des Ausfallrisikos in den meisten Fällen das dominierende Motiv für den Vertragsabschluss darstellt, während der Ausschluss des Zinsänderungsrisikos für den Total Return Payer lediglich als Nebeneffekt entsteht.¹¹⁵ Der Sicherungsnehmer erhält für die Übernahme des gesamten ökonomischen Risikos einen vordefinierten Zahlungsstrom als synthetische Refinanzierungskosten.¹¹⁶ „A total return swap is an off-balance transaction in which the payer pays the receiver the total return on a reference asset (be it positive or negative) from the effective date to the ‘fixing’ date in return for a floating leg.“¹¹⁷ Die Zahlungen eines TRS basieren auf den Marktwertänderungen eines kreditrisikobehafteten Referenzaktivums und sind somit unabhängig vom Eintreten ausgewählter Credit Events.¹¹⁸ Erfährt das Underlying eine Marktwertsteigerung, so muss der Total-Return-Zahler diese an den Total-Return-Empfänger weiterleiten, während bei einer Marktwertminderung der Total-Return-Empfänger dem Total-Return-Zahler den entsprechenden Nettoverlust¹¹⁹ auszugleichen hat.¹²⁰ TRSs basieren i.d.R. auf gehandelten Anleihen, sodass

¹¹⁰ Die Struktur einer CLN unter Einschaltung eines SPV ist in Anhang XII graphisch dargestellt.

¹¹¹ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 77.

¹¹² Der Total Return Swap wird auch als Total Rate of Return Swap bezeichnet.

¹¹³ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel II (i). Die Grundstruktur eines TRS ist in Anhang XIII graphisch dargestellt.

¹¹⁴ Vgl. Bomfim, A. N. (2005), S. 83.

¹¹⁵ Vgl. Offermann, C. (2001), S. 40.

¹¹⁶ Vgl. Burghof, H.-P / Henke, S. (2005), S. 33; Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 35.

¹¹⁷ Vgl. Chaplin, G. (2005), S. 163.

¹¹⁸ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 36.

¹¹⁹ Die Wertminderung kann mit den Zinsen und Gebühren verrechnet werden.

¹²⁰ Vgl. Kremers, T. (2007), S. 25 f.; Neske, C. (2005), S. 61.

Kursveränderungen exakt festgestellt werden können; werden jedoch illiquide Kredite eingesetzt, muss zur alternativen Preisermittlung bspw. eine Händlerumfrage durchgeführt werden.¹²¹ Der TRS ist folglich ein Instrument zur vollständigen Absicherung des gesamten ökonomischen Risikos des zugrunde liegenden Aktivums, obwohl die eigentliche Forderung in der Bilanz des Sicherungsnehmers verbleibt.¹²² Der Sicherungsgeber übernimmt gleichzeitig das gesamte ökonomische Risiko und hat damit eine bilanzunwirksame, synthetische Risikoposition im zugrunde liegenden Referenzaktivum mit der gleichen Risiko- und Ertragsstruktur, ohne es tatsächlich erworben zu haben¹²³: „*In a total return swap, the buyer enjoys the economic benefits of asset ownership without actually having to hold the assets on a balance sheet or fund the investment up front.*“¹²⁴

3.3.1.4 Credit Spread Option

Bei Credit Spread Produkten handelt es sich um Kreditderivate, die auf Basis von Optionskontrakten dargestellt werden. So handelt es sich bei einer CSO um eine Option, deren Basiswert als ein Credit Spread¹²⁵ zwischen einem risikobehafteten Referenzaktivum und einer quasi-risikolosen Benchmark, definiert ist.¹²⁶ Es muss also zunächst ein Referenzaktivum festgelegt werden, mit dem das abzusichernde Risikoaktivum verglichen werden kann.¹²⁷ Der Käufer einer CSO erwirbt das Recht, das Reference Asset zu einem festgelegten Credit Spread¹²⁸ innerhalb einer bestimmten Frist vom Optionsverkäufer zu Kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put),¹²⁹ wofür der Verkäufer vom Käufer der Option eine bei Vertragsabschluss fällige Prämie erhält.¹³⁰ CSOs können zur Absicherung gegen oder zur Ausnutzung von erwarteten Veränderungen in Credit Spreads eingesetzt werden. Die Auszahlung am Ausübungstag richtet sich danach, ob der tatsächliche Spread des Referenzassets über oder unter dem vereinbarten Basisspread liegt. CSOs können sowohl als Put- als auch in seltenen Fällen als Call-Optionen abgeschlossen werden und entweder als europäische oder amerikanische Optionen ausgestaltet

¹²¹ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 59

¹²² Vgl. Neske, C. (2005), S. 62.

¹²³ Vgl. Müller, F. (2000), S. 27.

¹²⁴ Vgl. Chacko, G. / Dessain, V. / Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006), S. 48.

¹²⁵ „Credit Spread is the difference between a bond's yield and the yield of a risk-free government bond. [...] The difference in yield between the risk-free and the riskier bonds reflects how much risk is embedded in the risky bond, and how much extra yield the investor wants as a compensation for buying the higher risk bond.“ Vgl. Chacko, G./ Dessain, V./ Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006), S. 22.

¹²⁶ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005), S. 33.

¹²⁷ Vgl. Müller, F. (2000), S. 32.

¹²⁸ = Strike-Spread, Ausübungsspread oder Strike-Level bezeichnet. Vgl. Lause, S. (2005), S. 35.

¹²⁹ Vgl. Kern, M. (2003), S. 11; Landry, S. / Radeke, O. (1999), S. 541; Chaplin, G. (2005), S. 157.

¹³⁰ Die Grundstruktur einer CSO ist in Anhang XIV graphisch dargestellt.

sein.¹³¹ Der Käufer eines Credit Spread Put (Sicherungsnehmer) sichert sich bspw. ab gegen eine Ausweitung des Spread (Bonitätsverschlechterung) beim betreffenden Risikoaktivum.¹³² Hierfür leistet er eine Prämie und erwirbt das Recht, aber nicht die Verpflichtung, in die vertraglich spezifizierte Option einzutreten. Der Sicherungsnehmer wird sein Recht, die Option auszuüben und einen entsprechenden Verlustausgleich für die Spread-Ausweitung zu erhalten, dann geltend machen, wenn der vertraglich fixierte Strike Spread an einem möglichen Ausübungstag überschritten wird.¹³³ Das Risiko für den Optionskäufer liegt lediglich im Ausfall der eingesetzten Optionsprämie, während der Optionsverkäufer als Stillhalter das Kreditrisiko des betreffenden Risikoaktivums trägt.¹³⁴ Der Sicherungsnehmer erhält durch Abschluss einer Credit Spread Put Option praktisch eine doppelte Absicherung: Er sichert sich gegen eine über die vereinbarte Ausübungsmarge – mithin seine Stop-loss-Marge – hinausgehende Ausweitung des Credit Spread ab und erhält gleichzeitig eine Absicherung seines Kreditrisikos, da er das zugrunde liegende Aktivum zum Strike-Spread verkaufen kann, auch wenn bereits ein Default eingetreten ist.¹³⁵ Die Prämie einer Credit Spread Put Option ist daher i.d.R. höher als bspw. die eines CDS.

3.3.2 Neuere Strukturen von Kreditderivaten

3.3.2.1 Synthetische Collateralized Debt Obligations

Bei der Grundform von CDOs¹³⁶ wird ein relativ großes Portfolio von Referenzaktiva herangezogen und in Tranchen mit Hilfe eines SPV an Investoren verkauft.¹³⁷ „*The basic idea of a CDO is that a pool of cash or synthetic credit exposures is divided into tranches [...], to give a set of exposures with new risk/return characteristics, which are sold to parties either in cash or*

¹³¹ Bei Kontrakten europäischen Typs kann der Sicherungsnehmer seinen Anspruch auf Verlustausgleich nur zeitpunktbezogen beim ersten Überschreiten des Basispreises geltend machen, während bei kontrakten amerikanischen Typs die Ausübung zeitraumbezogen auch nach dem Zeitpunkt des ersten Überschreitens des Basispreises erfolgen kann. Im Gegensatz zu klassischen Optionen bezieht sich der europäische Charakter einer CSO mithin nicht auf den Endzeitpunkt einer vorab vereinbarten Kontraktlaufzeit, sondern bedingt vielmehr das vorzeitige Laufzeitende beim ersten Überschreiten des vereinbarten Basisspread. Vgl. *Offermann, C. (2001), S. 27 f.*

¹³² Vgl. *Müller, F. (2000), S. 32.*

¹³³ Vgl. *Hohl, S. / Liebig, T. (1999), S. 509.*

¹³⁴ Vgl. *Müller, F. (2000), S. 32.*

¹³⁵ Vgl. *Landry, S. / Radeke, O. (1999), S. 541.*

¹³⁶ Collateralized Bond Obligations (Verbriefung eines Portfolios von Unternehmensanleihen) und Collateralized Loan Obligations (Verbriefung eines Portfolios von Bankkrediten) werden im Oberbegriff als Collateralized Debt Obligations zusammengefasst und bilden eine Unterkategorie der Asset Backed Securities. Vgl. *Herrmann, M. (2005), S. 87; Kremers, T. (2007), S. 77.*

¹³⁷ Vgl. *Hammer, T. (2003).* Die Wirkungsweise einer CDO ist in Anhang XV graphisch dargestellt.

*synthetic form.*¹³⁸ Eine CDO-Transaktion beinhaltet zunächst die Eigentumsübertragung von Kreditforderungen auf das SPV, das dann Wertpapiere in verschiedenen Tranchen veräußert, die durch die Kreditforderungen besichert sind.¹³⁹ Hierbei wird oftmals eine kleine Junior Tranche¹⁴⁰, in welcher die ersten Verluste auftreten, und eine häufig große (Super) Senior Tranche¹⁴¹ kreiert. Falls noch weitere Tranchen dazwischen existieren, werden diese als Mezzanine Tranchen bezeichnet. Die von der Zweckgesellschaft emittierten Tranchen sind in der Reihenfolge der Verlustteilnahme nach dem Subordinationsprinzip strukturiert¹⁴²: Tritt ein Credit Event auf, so schlägt dieser Verlust zunächst bei der Junior Tranche zu Buche, eventuell sukzessive auftretende Verluste belasten zunächst jene Tranchen mit geringerer Seniorität und erst wenn diese vollständig aufgezehrt sind die nächst höhere Tranche.¹⁴³ *„This flexibility to provide investors with various products depending on their risk propensity is a key feature of CDOs. By being able to better target investors with different risk preferences, credit holders can sell off credit in pieces rather than trying to find investors who accept the full risk.”*¹⁴⁴

Ein True Sale einer Forderungsposition führt allerdings zu einer Reduzierung des Kreditvolumens und zudem ist die Grundvoraussetzung für einen tatsächlichen Forderungsverkauf, die Veräußerung und Abtretung der zu verkaufenden Forderung an die Zweckgesellschaft, in Deutschland durch das Bankgeheimnis stark eingeschränkt, da nach § 402 BGB der Schuldner ausdrücklich in die Weitergabe seiner persönlichen Daten einwilligen müsste.¹⁴⁵ Aus diesem Grund wurden in jüngster Zeit synthetische Verbriefungen als innovative Transferstrukturen, die eine Risikoübertragung mittels Kreditderivaten realisieren, entwickelt. *„The major difference between cash and synthetic CDOs is the use of credit derivatives in the synthetic structures. The reason for the use of credit derivatives may be that the desired credit cannot be obtained in the cash market or for confidentiality or legal reasons, a cash sale is not feasible.”*¹⁴⁶ Die Risikoübertragung eines Referenzportfolios auf die Zweckgesellschaft erfolgt

¹³⁸ Vgl. Gregory, J. (Hrsg.) (2004), S. 151.

¹³⁹ Vgl. Herrmann, M. (2005), S. 91; Watzinger, H. (2005), S. 338.

¹⁴⁰ = Equity Tranche, Equity Piece, First Loss Tranche. Diese Tranche macht meist 3 % des Gesamtvolumens der Anleihe aus und trägt das höchste Risiko, welches mit einer entsprechend hohen Rendite vergütet. Vgl. Fehr, B. (2007a), S. 25.

¹⁴¹ Die Senior Tranche ist gegen Verluste gut abgesichert und erhält daher typischerweise erstklassige Bonitätsnoten, obwohl das zugrunde liegende Kreditportfolio im Durchschnitt vielleicht nur ein eher mäßiges Rating hat. Vgl. Deutsche Bundesbank, (2004), S. 31; Fehr, B. (2007a), S. 25.

¹⁴² Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 31.

¹⁴³ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 46.

¹⁴⁴ Vgl. Chacko, G. / Dessain, V. / Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006), S. 194.

¹⁴⁵ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 78 f.

¹⁴⁶ Vgl. Murphy, E. (2004), S. 163.

hierbei in den meisten Fällen unter Verwendung eines CDS, während die Forderungen beim Originator verbleiben und das ursprüngliche Schuldner-Gläubiger-Verhältnis unberührt bleibt.¹⁴⁷ Der Pool von Referenzaktiva wird also synthetisch über CDSs erzeugt; es handelt sich also um künstlich generierte Kreditrisiken und nicht etwa um ein bereits vorhandenes Kreditportfolio¹⁴⁸. „A synthetic CDO is so called because the transfer of credit risk is achieved synthetically via a credit derivative, rather than by a true sale.“¹⁴⁹ Die Zweckgesellschaft emittiert Asset-Backed-Securities, um sich Mittel am Kapitalmarkt zu beschaffen und investiert die hierdurch erzielte Liquidität in einen Collateral Pool, der sich aus Wertpapieren erster Bonität zusammensetzt und den synthetischen Forderungsbestand des Referenzportfolios absichern soll.¹⁵⁰ Wenn im Referenzportfolio ein Credit Event eintritt, werden Teile des Collateral Pool durch das SPV veräußert und zu Ausgleichszahlungen an den Originator verwendet. Tritt kein Credit Event ein, werden die Anleihen am Laufzeitende zu Par getilgt. Das SPV leistet laufende Zinszahlungen, die aus den Prämienzahlungen des Originators und den Zinserträgen des Collateral Pool generiert werden, an die Investoren, die als Sicherungsgeber fungieren.

Mittlerweile existieren auch Varianten, bei denen der Risikotransfer des ausgewählten Forderungspools durch mehrere gleichzeitige Emissionen von CLNs erfolgt, die hinsichtlich ihres Risikogehalts wie Tranchen einer herkömmlichen ABS-Emission strukturiert werden.¹⁵¹

3.3.2.2 CDS Indexprodukte am Beispiel des DJ iTraxx

Handelbare Kreditindizes stellen eine hoch liquide, diversifizierte und transparente da standardisierte Alternative dar und haben über die letzten Jahre immer mehr die Aufmerksamkeit auf sich gezogen.¹⁵² Der DJ iTraxx bspw. entstand aus der Fusion der beiden Indexfamilien iBOXX und DJ TRAC-X im Juni 2004¹⁵³ und stellt eine handelbare Benchmark für globales Kreditrisiko zur Verfügung¹⁵⁴. Der Hauptindex DJ iTraxx-Europe basiert für die verschiedenen Laufzeiten (3, 5, 7 und 10 Jahre¹⁵⁵) auf denjenigen 125 mit jeweils 0,8 % gleichgewichteten

¹⁴⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 31; Schwab, P. (2005), S. 350.

¹⁴⁸ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 46.

¹⁴⁹ Vgl. Anson, M. J. P. / Chen, R. / Choudhry, M. / Fabozzi, F. J. (2004), S. 145.

¹⁵⁰ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 80; Kremers, T. (2007), S. 81.

¹⁵¹ Vgl. Schwab, P. (2005), S. 353 f.

¹⁵² Vgl. Felsenheimer, J. / Gisdakis, P. / Zaiser, M. (2005), S. 61.

¹⁵³ Vgl. Chaplin, G. (2005), S. 202.

¹⁵⁴ Vgl. Schüler, M. (2005), S. 79.; Chacko, G./ Dessain, V./ Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006), S. 160.

¹⁵⁵ Vgl. Felsenheimer, J. / Gisdakis, P. / Zaiser, M. (2005), S. 62.

Einzelnamen¹⁵⁶, die die liquidesten Titel im Markt für CDSs für die entsprechenden Laufzeiten darstellen.¹⁵⁷ Ein Protection Seller übernimmt die Risiken im Index Pro-Rata. „*Where any reference entity experiences a credit event, the protection buyer settles the contract on a pro-rata notional principal equivalent to weighting of that reference entity in the index.*“¹⁵⁸ Streng genommen kann man den DJ iTraxx eigentlich gar nicht als Index bezeichnen, sondern es handelt sich vielmehr um ein Portfolio unterschiedlicher Referenzschuldner (Unternehmen, Banken, Versicherungen und Länder) in Verbindung mit kreditderivativen Produkten, die – gebunden an diese Körbe – gehandelt werden.¹⁵⁹ Die Funktionsweise des iTraxx soll an einem vereinfachten Beispiel deutlich gemacht werden¹⁶⁰: Werden 10 Mio. € von iTraxx gehandelt, übernimmt ein Protection Seller 80.000 € Risiko von jedem im Index gehandelten Schuldner. Löst einer der Referenzschuldner im Index ein Credit Event aus, wird der entsprechende Anteil wie ein gewöhnlicher CDS abgewickelt, d.h. der Protection Seller zahlt 80.000 € bspw. gegen Lieferung von Anleihen des Schuldners. Der Index-Kontrakt läuft anschließend mit 124 Titeln und einem Nominalbetrag von 9.920.000 € weiter.

3.3.2.3 Credit Futures

Seit dem 27. März 2007 wird an der deutsch-schweizerischen Terminbörse Eurex ein Futures-Kontrakt auf die iTraxx Europe 5-year-Indexserie für CDSs gehandelt.¹⁶¹ Die Einführung des iTraxx-Kontraktes in den Börsenhandel zeigt, dass das noch vor kurzem revolutionäre Instrument Kreditderivat eine gewisse Reife erlangt hat.¹⁶² Die Eurex tritt bei allen Geschäften als zentrale Gegenpartei auf, wodurch das Kontrahentenrisiko für Käufer und Verkäufer vermindert wird; dieser Aspekt könnte sich als Zugpferd erweisen, Geschäft vom Interbankenhandel an die Börse zu ziehen.¹⁶³

¹⁵⁶ Europäische Adressen im Investment Grade, die jeweils im März und September eines Kalenderjahres mittels einer Händlerumfrage auf Basis des CDS-Volumens von der IIC ausgewählt werden und der Hauptindex damit laufend aktualisiert, sodass jeweils neue Serien des Index entstehen. Seit März 2007 wird die Serie 7 des iTraxx Europe gehandelt.

¹⁵⁷ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 51; Schüler, M. (2005), S. 80.

¹⁵⁸ Vgl. Das, S. (2005), S. 215.

¹⁵⁹ Vgl. Schüler, M. (2005), S. 79; Felsenheimer, J. / Gisdakis, P. / Zaiser, M. (2005), S. 61.

¹⁶⁰ Vgl. Gruber, J. / Schmid, I. (2005), S. 6 f.

¹⁶¹ Vgl. Nitzlader, G. / Senz, R. (2007), S. 13; o. V. (2007), S. 138.

¹⁶² Vgl. Fehr, B. (2007), S. 11.

¹⁶³ Vgl. Fehr, B. (2007b), S. 25.

3.3.2.4 Equity Default Swap

Im Wesentlichen entspricht die Struktur eines Equity Default Swap der eines CDS. Beim Equity Default Swap kann neben den beim CDS vorkommenden Credit Events gem. ISDA Konventionen jedoch auch ein anderes Trigger Event¹⁶⁴ maßgebend für eine Ausgleichszahlung sein.¹⁶⁵ Die Ausgleichszahlung ist wie beim Digital Default Swap als Festbetrag durch eine ex ante festgelegte Recovery Rate vertraglich fixiert. Ausgelöst wird die Zahlung, wenn der Aktienkurs eines Referenzunternehmens eine zuvor bestimmte Schwelle unterschreitet, die typischerweise bei 30 Prozent des Aktienkurses zum Zeitpunkt des Kontraktabschlusses liegt.¹⁶⁶ „An equity default swap transfers the risk of large decline in the equity price of a reference entity from the protection buyer to the protection seller.“¹⁶⁷

3.3.2.5 Callable Asset Swap¹⁶⁸

Der Verkäufer eines Callable Asset Swap, hat das Recht, den Asset Swap zu dem vereinbarten Strike-Preis zurückzukaufen und somit den Asset Swap während seiner Laufzeit zu par zu kündigen¹⁶⁹; übt er sein Recht nicht aus, behält der ursprüngliche Käufer den Asset Swap in seinem Bestand mit der Marge des Strike-Preises¹⁷⁰. „The call option entitles the dealer to repurchase the asset swap at a nominated spread over LIBOR at specific dates.“¹⁷¹ „If the spread on the underlying asset has narrowed substantially, the reference bond will have risen in price. Without having the call feature embedded in the asset swap, the desk does not benefit from the price rise of the bonds since the bond is economically owned by the asset swap counterparty through the asset swap. If the desk can terminate the asset swap at par, then the bond can be sold at market price to yield a profit.“¹⁷²

3.3.2.6 Contingent Credit Option

Contingent Credit Options sind eine weitere Klasse von exotischen Kreditderivaten, für die in jüngster Zeit die ersten Märkte entstanden sind. Ein Credit Event löst dabei den Eintritt in eine

¹⁶⁴ Das Trigger Event wird auch als Equity Event bezeichnet.

¹⁶⁵ Vgl. Kremers, T. (2007), S. 26.

¹⁶⁶ Vgl. Neske, C. (2005), S. 68.

¹⁶⁷ Vgl. Das, S. (2005), S. 222.

¹⁶⁸ Die Grundform eines Asset Swap wird in Kapitel III 1.2.3 unter den alternativen Produkten zum Kreditrisikotransfer näher beschrieben.

¹⁶⁹ Vgl. Posthaus, A. (2005), S. 78.

¹⁷⁰ Vgl. Landry, S. / Radeke, O. (1999), S. 556.

¹⁷¹ Vgl. Das, S. (2005), S. 205.

¹⁷² Vgl. Chaplin, G. (2005), S. 158 f.

andere Option aus: Bspw. kann dann eine dritte Partei in einen Cross Currency Swap eintreten und an den Kunden, dessen Counterparty ausgefallen ist, den aus seiner Sicht positiven Marktwert des Swap bezahlen.¹⁷³ Dies bietet v.a. Banken mit großen Währungs- und Zinsswap-Büchern die attraktive Möglichkeit, ihr Counterparty Credit Exposure aus den Derivatepositionen abzusichern.¹⁷⁴

3.3.2.7 Kreditderivate auf Basis von Forward-Strukturen

3.3.2.7.1 Credit Forward

Bei einem Credit Forward handelt es sich um ein zweiseitig verpflichtendes Termingeschäft, bei dem der Risikokäufer einen etwaigen Wertverlust des Underlying gegenüber dem Basispreis bei Fälligkeit durch Zahlung des Differenzbetrages an den Forward-Verkäufer kompensieren muss; demgegenüber verpflichtet sich der Risikoverkäufer zur Zahlung des Differenzausgleichs wenn der Wert des Underlying bei Fälligkeit oberhalb des vereinbarten Basispreises liegt.¹⁷⁵

3.3.2.7.2 Credit Spread Forward

Credit Spread Forwards gehören zu den unbedingten Credit Spread Produkten und sind eine gängige Gestaltungsvariante des Credit Forward. Die Preisspezifizierung erfolgt hierbei nicht über den Marktwert des Underlying, sondern über dessen Credit Spread. Der Risikoverkäufer kann bei diesem Konstrukt analog zum Credit Forward einen Nutzen aus dem Differenzausgleich bei Ausweitung des Credit Spread ziehen, der Risikokäufer profitiert von einem gleich bleibenden oder einem gegenüber dem vereinbarten Basiswert abnehmendem Credit Spread.

¹⁷³ Vgl. Posthaus, A. (2005), S. 82.

¹⁷⁴ Vgl. Posthaus, A. (2005), S. 83.

¹⁷⁵ Vgl. Offermann, C. (2001), S. 34.

III. DER EINSATZ VON KREDITDERIVATEN IM RISIKOMANAGEMENT VON GENOSSENSCHAFTSBANKEN

1. Alternative Produkte zum Kreditrisikotransfer

1.1 Traditionelle Produkte

1.1.1 Kreditversicherung

Bei einer Kreditversicherung übernimmt der Garantiegeber die Verpflichtung, im Falle eines Ausfalls des zugrunde liegenden Kredites die daraus resultierenden Verluste zu übernehmen. Kreditversicherungen weisen zwar das gleiche Zahlungsprofil auf wie ein CDS, aber in Deutschland handelt es sich bei den verfügbaren Möglichkeiten im Rahmen dieses alternativen Produktes zum Risikotransfer weniger um ein integriertes Kreditrisikomanagement von Banken als eher um politische Vorgaben und Subventionsabsichten¹⁷⁶. Als Beispiel für Kreditversicherungen sind Euler Hermes, die deutsche Exporteure gegen die Risiken ihrer Handelskrediten versichern¹⁷⁷ und der Verband deutscher Bürgschaftsbanken zu nennen, der für bis zu 80 % der Kreditsumme mit Ausfallbürgschaften für Kredite kleinerer und mittlerer Unternehmen bei ihren Hausbanken haftet.¹⁷⁸

1.1.2 Kreditsyndizierung

Das Grundprinzip der Kreditsyndizierung besteht in einer Aufteilung eines Kredites auf diverse Kreditgeber, wobei in aller Regel einer oder mehrere der Kreditgeber als Konsortialführer oder Hausbank des Kreditnehmers die zentrale Verantwortung für Informationsbeschaffung, Organisation und Abwicklung der Kreditbeziehung übernehmen.¹⁷⁹ So wird es gerade kleineren Instituten möglich, im Verhältnis zu ihrer Größe sehr hoch dimensionierte Kredite zu vergeben und dabei eine ausreichende Risikozerfällung des Kreditportfolios zu wahren. Möglichkeiten zur Kreditsyndizierung sind Konsortial-, Meta- oder Parallelkredite. Im genossenschaftlichen Sektor ist diese alternative Art des Kreditrisikotransfers aufgrund der relativ geringen

¹⁷⁶ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 108.

¹⁷⁷ Banken sind hierbei nur indirekt betroffen, da sie ohne die Exportkreditversicherung als Kreditgeber der Unternehmen einen Teil derer Kreditrisiken mittragen müssten. Diese Unterstützungsmittel stellen also kein Instrument zum aktiven Kreditrisikomanagement in Kreditinstituten dar.

¹⁷⁸ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 108. Allerdings ist auch hierbei das Ausmaß des Risikotransfers von Banken auf Dritte in Frage zu stellen, da die betroffenen Banken die Kredite ohne die Besicherung in den meisten Fällen vermutlich gar nicht auslegen würden.

¹⁷⁹ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 109.

durchschnittlichen Größe der Institute eine häufig angewendete Methode und geschieht traditionell innerhalb des Verbundes und häufig auch durch Hinzuziehen der Spitzeninstitute.¹⁸⁰

1.2 Alternative Kapitalmarktprodukte

1.2.1 Kreditverkäufe

Kreditverkäufe¹⁸¹ kommen im Gegensatz zur Syndizierung nicht bereits bei der Kreditvergabe, sondern immer dann zur Anwendung, wenn erst zu einem späteren Zeitpunkt nach der Kreditvergabe ein Anteil des Kreditrisikos weitergereicht werden soll. Während Syndizierungen als Primärmarktaktivitäten angesehen werden, zählen Loan Sales zum Sekundärhandel.¹⁸² Rechtlich betrachtet ist ein Kreditverkauf ein Vertrag, der die Zahlungsströme eines Kredites von der kreditvergebenden Bank an eine dritte Partei verkauft, womit auch die Risiken eines Kredites, insbesondere das Ausfall- und Bonitätsverschlechterungsrisiko, auf diese dritte Partei übergehen; der ursprüngliche Kreditvertrag bleibt durch den Verkauf unberührt, d.h. der Kreditkäufer übernimmt keine Rechte und Pflichten gegenüber dem Kreditnehmer¹⁸³. Für die Effizienz des Risikotransfers ist entscheidend, dass im Insolvenzfall keine Rückgriffsmöglichkeit auf die kreditvergebende Bank besteht. Viele Institute verzichten jedoch auf den Verkauf von Krediten, da in aller Regel das Einverständnis des Kreditnehmers erforderlich ist, wodurch unter Umständen die Kunde-Bank-Beziehung beeinträchtigt werden kann.

1.2.2 Bond-Handel und Bond-Optionen

Kreditrisiken können auch über den Sekundärmarkt für kreditrisikobehaftete Anleihen an Dritte weitergegeben werden. Bei einem Verkauf von Anleihen ist wie bei Kreditderivaten weder eine Offenlegung des Kreditrisikotransfers noch eine Erlaubnis des Schuldners erforderlich. Allerdings ist die Voraussetzung für einen erfolgreichen Risikotransfer eine entsprechende Liquidität des Marktes. In Deutschland spielen Unternehmensanleihen allerdings immer noch eine eher untergeordnete Rolle, weshalb diese Form von Kreditrisikotransfer überhaupt nur bei einer sehr kleinen Gruppe von Schuldern möglich ist, denn bei der großen Mehrzahl der Schuldner von deutschen Banken existieren keine Anleihen, mit deren Hilfe man ihr Kreditrisiko handeln könnte.¹⁸⁴

¹⁸⁰ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 110.

¹⁸¹ Englisch: Loan Sales.

¹⁸² Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 113.

¹⁸³ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 113.

¹⁸⁴ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 113 f.

1.2.3 Asset Swap

Als Konstrukt aus vor der Einführung von Kreditderivaten bereits vorhandenen Bausteinen werden die bereits in den 80er Jahren entstandenen Asset Swaps zu den alternativen Instrumenten des Kreditrisikotransfers gezählt. Aufgrund ihrer Risikostruktur können Asset Swaps aber auch als Grundstein für die heute existierenden Kreditderivate gesehen werden und werden deshalb in der Literatur bisweilen auch zu den Plain Vanilla-Strukturen der Kreditderivate gezählt.¹⁸⁵ Die meisten Asset Swap-Transaktionen haben eine sehr einfache Struktur und ihr Abschluss wird häufig dadurch motiviert, dass der Investor einen Credit Spread auf ein festverzinsliches Wertpapier erwirtschaften und dabei das Zinsrisiko weitestgehend ausschalten möchte.¹⁸⁶ Hierzu wird das Zinsänderungsrisiko einer Festzinsanleihe über einen Zinsswap an den Verkäufer der Anleihe zurückgegeben, wodurch der Käufer des Asset Swap lediglich das isolierte Kreditrisiko der Anleihe trägt.¹⁸⁷ Ein Asset Swap Package besteht also aus folgenden Elementen¹⁸⁸:

- Der Asset Swap-Verkäufer verkauft eine Festzinsanleihe an den Asset Swap-Käufer und der Kupon der Anleihe wird zu den Kupon-Terminen ausbezahlt.
- Der Asset Swap-Verkäufer verkauft dem Asset Swap-Käufer einen Zins-swap, der die fixen Zinszahlungen des Bonds in variable Zinszahlungen tauscht. Zu jedem Kupontermin zahlt der Asset Swap-Käufer dem Asset Swap-Verkäufer den Kupon der Anleihe und erhält im Gegenzug LIBOR + Asset Swap Spread x bps.

¹⁸⁵ Vgl. Posthaus, A. (2005), S. 72. "There is some disagreement among credit derivatives market participants on whether an asset default swap is a credit derivative. Some apparently focus on the fact that the asset swap can be thought of as not much more than a synthetic floater, and a floater is definitely not a credit derivative. Others seem to emphasize the fact that asset swaps can be thought of as a way to unbundle the risk embedded in a fixed-rate security, isolating its credit risk component, much like what other credit derivatives do." Vgl. Bomfim, A. N. (2005), S. 53.

¹⁸⁶ Vgl. Müller, F. (2000), S. 21.

¹⁸⁷ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005), S. 34; Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 115.

¹⁸⁸ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 115. Die Grundstruktur eines Asset Swap ist in Anhang XVI graphisch dargestellt.

2. Risikomanagement in Genossenschaftsbanken mit Hilfe von Kreditderivaten

2.1 Einsatzmöglichkeiten von Kreditderivaten in Genossenschaftsbanken

2.1.1 Portfoliomanagement und -optimierung

2.1.1.1 Risikodiversifikation

Nach der 1952 von Harry M. Markowitz begründeten Portfoliotheorie (Portfolio Selection Theory) hat dasjenige Portfolio mit der größten Diversifikation die stabilste Performance¹⁸⁹ und ist am wenigsten anfällig für plötzliche und extreme Wertveränderungen. Diese sich eigentlich auf Handelsportfolien beziehende Hypothese kann auch auf Kreditportfolios von Banken übertragen werden.¹⁹⁰ Da der Geschäftsbereich von vielen Kreditinstituten, gerade auch Genossenschaftsbanken, i.d.R. aber regional begrenzt und auf eigens abgegrenzte Zielmärkte ausgerichtet ist, verfügen die betreffenden Institute oftmals nicht über die Möglichkeit, ein diversifiziertes Portfolio im originären Kreditgeschäft zu generieren, sondern sind geographischen, Branchen- oder anderen strukturellen Konzentrationen ausgesetzt.¹⁹¹ Eine sich alleine auf die Neugeschäftssteuerung abstützende Diversifikation stößt damit eventuell schell an ihre natürlichen Grenzen und erscheint nur sehr aufwendig und evtl. sogar den Kundeninteressen zuwiderlaufend umsetzbar.¹⁹² Kreditderivate stellen durch die Möglichkeit eines vom zugrunde liegenden Underlying unabhängigen Auf- und Abbaus von Risikopositionen eine effiziente Möglichkeit zur Gestaltung des Kreditportfolios dar, mit dem Ziel, einen Gesamtbestand an Forderungen zu kreieren, dessen Einzelpositionen möglichst gering miteinander korreliert sind.¹⁹³ Konzentrationen positiv korrelierter Ausfallrisiken lassen sich hedgen im Sinne des Verkaufs entsprechender Risikopositionen¹⁹⁴, wobei sich bspw. Basket-Produkte insbesondere zum Abbau von Ausfallrisiken eignen, die aus Branchenkonzentrationen resultieren. So können z.B. Klumpenrisiken, die durch Regionen- oder Branchenabhängigkeiten oder durch Probleme im Bereich der Länderrisiken entstehen, reduziert werden.¹⁹⁵ Eine verbesserte Diversifikation mittels Kreditderivaten kann aber auch durch den gezielten Aufbau von Risikopositionen gelingen, die

¹⁸⁹ Vgl. Kern, M. (2003), S. 19.

¹⁹⁰ Vgl. Oriwol, D. (2005), S. 125.

¹⁹¹ Vgl. Koneberg, M. (2007), S. 28; Geilmann-Ebbert, A. / Heine, S. (2006) S. 13.

¹⁹² Vgl. Offermann, C. (2001), S. 50 f.

¹⁹³ Vgl. Offermann, C. (2001), S. 51.

¹⁹⁴ Vgl. Landry, S. / Radeke, O. (1999), S. 543.

¹⁹⁵ Vgl. Müller, F. (2000), S. 45.

möglichst negativ mit den bereits im Portfolio gehaltenen Ausfallrisiken korrelieren, indem Risiken aus dem Bestand anderer Marktteilnehmer übernommen werden ohne dabei das Regionalprinzip zu beeinträchtigen.¹⁹⁶ „*Credit portfolio management [...] is focused on shedding or acquiring credit risk on specific reference entities with a view to improving the risk/return profile of the overall credit portfolio.*“¹⁹⁷ Eine eigens unter Genossenschaftsbanken durchgeführte Umfrage hat ergeben, dass die beschriebene Verwendungsmöglichkeit von Kreditderivaten zum Kreditportfoliomanagement in dieser Bankengruppe die weitaus größte Rolle spielt.¹⁹⁸

2.1.1.2 Eigenkapital- und Bilanzstrukturmanagement

Da nicht nur Kreditinstitute als Sicherungsnehmer und -geber von Kreditderivaten auftreten können, greifen für die einzelnen Marktteilnehmer teils unterschiedliche aufsichtsrechtliche Regelungen, aus denen sich für bestimmte Partizipanten die Möglichkeit ergibt, mittels Kreditderivaten ihre aufsichtsrechtlich bedingte Eigenkapitalunterlegungspflicht an die ökonomisch notwendige anzunähern: So ist es etwa sinnvoll, Kreditrisiken zu verkaufen, für die mehr aufsichtsrechtliches Eigenkapital gebunden wird, als es aus ökonomischer Sicht notwendig ist.¹⁹⁹

2.1.2 Absicherung einzelner Kredite

Mit Hilfe von Kreditderivaten lassen sich Kreditrisiken an Dritte übertragen, ohne gleichzeitig andere eventuell erwünschte Risiken aus einem Geschäft weitergeben zu müssen. Kreditderivate sind geeignete Instrumente, um für die Bank mit zu hohem Ausfallpotential behaftete Kreditrisiken weiterzugeben bzw. gegen andere Risiken einzutauschen. Gerade bei Kreditgenossenschaften wirken sich vor allem auch Größenrisiken belastend auf die Risikotragfähigkeit der einzelnen Institute aus. So haben die genossenschaftlichen Zentralbanken bei der Analyse ihrer Primärbankportfolios festgestellt, dass oftmals auf die zehn größten Risikotreiber im Firmenkreditportfolio zwischen 55 und 75 % des gesamten Credit-VaR des Firmenkreditportfolios entfallen.²⁰⁰ Durch den Risikotransfer in Form von Kreditderivaten steht den Banken also in gewisser Weise auch ein Instrument für die eigene Existenzsicherung zur

¹⁹⁶ Vgl. Offermann, C. (2001), S. 51; Watzinger, H. (2005), S. 332.

¹⁹⁷ Vgl. Das, S. (2005), S. 625.

¹⁹⁸ Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Anhang I, Ergebnisse zu Frage 5.

¹⁹⁹ Vgl. Weber, M. (2002), S. 13

²⁰⁰ Vgl. Koneberg, M. (2007), S. 29; Geilmann-Ebbert, A. / Heine, S. (2006), S. 13; Mathweis, R. / Ridder, T. (2007), S. 28.

Verfügung, da ein Ausfall großer Risikotreiber schnell zur Bedrohung für die eigene Solvenz werden kann.²⁰¹ Kreditderivate eignen sich dazu, Verluste aus virulent werdenden Ausfallrisiken durch die Leistungen eines Dritten auszugleichen und können deshalb als Instrumente der Risikokompensation²⁰² aufgefasst werden, die neben den klassischen Handlungsalternativen der Risikovermeidung, -reduzierung und -vorsorge eine neue Maßnahmenkategorie zur Verfügung stellen.

2.1.3 Kreditlinienmanagement

Unter einer Kreditlinie kann etwas vereinfacht gesagt eine (interne) Limitierung des (Netto- oder auch Brutto-) Volumens aller Forderungen gegen einen einzelnen Kreditnehmer bzw. in Bezug auf bestimmte Branchen, Regionen und Laufzeiten verstanden werden.²⁰³ Bei Erreichen dieser Limite können zusätzliche Kreditanfragen nicht mehr bedient werden, wodurch die Gefahr besteht, dass potentielle Kreditkunden abwandern.²⁰⁴ Durch den Einsatz von Kreditderivaten kann ein Kreditinstitut auch Kreditengagements eingehen, die eine solche betragsmäßige Obergrenze, sei es aufgrund unternehmensinternen Beschränkungen von Risiken auf Maximalgrößen bezüglich des vorhandenen Eigenkapitals des Instituts oder aufgrund bankenaufsichtsrechtlicher Beschränkungen wie der Groß- und Millionenkreditvorschriften²⁰⁵, überschreiten, gleichzeitig durch entsprechende Weitergabe des Kreditrisikos mit Hilfe des Kreditderivats die Gesamtmittelaufnahme in Bezug auf den Referenzschuldner jedoch konstant halten und damit auch dessen Kreditlinie nicht weiter belasten.²⁰⁶ Die damit faktisch unbegrenzten Kreditlinien öffnen der Bank Gestaltungsspielräume für eine Intensivierung relevanter Geschäftsbeziehungen, die ohne einen Einsatz von Kreditderivaten nur über eine Limitverletzung zu realisieren wären. Eine weitere Anwendungsmöglichkeit von Kreditderivaten im Rahmen des Kreditlinienmanagements wird deutlich, wenn man folgendes Bsp. betrachtet²⁰⁷: Mit einem Kunden wurde eine Kreditlinie für einen Zeitraum von zehn Jahren vertraglich vereinbart. Nach fünf Jahren stellt sich heraus, dass in den kommenden fünf Jahren die Kreditlinie weitestgehend unbenutzt bleiben wird, was eine Fehlallokation von Risikokapital

²⁰¹ Vgl. Koneberg, M. (2007), S. 29.

²⁰² Risikobehaftete Positionen sollen durch den Aufbau einer negativ korrelierten Gegenposition so abgesichert werden, dass Verluste aus der Ausgangsposition durch Gewinne der eingegangenen Gegenposition ausgeglichen werden. Vgl. Offermann, C. (2001), S. 49.

²⁰³ Vgl. Offermann, C. (2001), S. 52.

²⁰⁴ Vgl. Koneberg, M. (2007), S. 29.

²⁰⁵ Vgl. Weber, M. (2002), S. 11

²⁰⁶ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 10.

²⁰⁷ Vgl. Müller, F. (2000), S. 49.

bedeutet, da sich die Bank für die Bereitstellung des Kapitals refinanzieren muss, auf der anderen Seite aber keinen Ertrag hierfür erhält. Eine Herabsetzung der Linie soll mit Rücksicht auf die Kundenbeziehung aber unterbleiben. Um die Kreditlinie trotzdem exakt auszunutzen kann sich die Bank zusätzliches Risiko in Form eines Kreditderivats hereinholen, wofür eine Prämie gewährt wird, die die Rendite für das eingesetzte Kapital verbessert.

2.1.4 Erschließung neuer Märkte

Für viele Investoren liegt eine besondere Motivation für den Einsatz von Kreditderivaten auch in der Möglichkeit, Zugang zu neuen Märkten zu erhalten, die ihnen bisher z.B. aufgrund interner Richtlinien oder externer Restriktionen verwehrt waren. Der erstmalige Zugang zu neuen Märkten ist zudem häufig mit hohen Investitionskosten verbunden, z.B. für den Aufbau einer Filiale im Ausland; diese fallen durch den Einsatz von Kreditderivaten weg²⁰⁸: Durch die Investition in kreditderivative Produkte können Kreditrisiken aus bestimmten geographischen Regionen oder Industriezweigen übernommen werden²⁰⁹. Dieser Aspekt kann gerade auch für Genossenschaftsbanken interessant sein, deren Aktivität ansonsten i.d.R. auf regional begrenzte Geschäftsgebiete beschränkt ist und für die bspw. die Übernahme des Kreditrisikos eines amerikanischen Unternehmens ohne den Einsatz von Kreditderivaten kaum möglich ist.²¹⁰

2.1.5 Ausnutzung von Steuervorteilen

Durch Kreditderivate können auch steuerliche Nachteile vermieden bzw. Steuervorteile genutzt werden: So ist es z.B. möglich, in Wertpapiere zu investieren, die ansonsten aufgrund von Quellensteuer oder anderen unerwünschten steuerlichen Eigenheiten wenig attraktiv erscheinen. Wird z.B. in einem anderen Land auf Zinszahlungen an ausländische Investoren Quellensteuer erhoben, so bietet sich hier für einen ausländischen Investor der Kauf der gewünschten Anleihe durch einen Kontrahenten an, der seinen rechtlichen Sitz in diesem Land hat. Dieser kann anschließend in einen Total Return Swap mit dem Investor als Sicherungsnehmer eintreten und so die steuerfreien Erträge aus der Anleihe an den Investor weiterleiten.²¹¹

²⁰⁸ Vgl. Müller, F. (2000), S. 46.

²⁰⁹ Vgl. Hohl, S. / Liebig, T. (1999), S. 520.

²¹⁰ Vgl. Müller, F. (2000), S. 46; Lause, S. (2005), S. 43.

²¹¹ Vgl. Müller, F. (2000), S. 54.

2.1.6 Eigenhandel mit Kreditderivaten

2.1.6.1 Spekulation

Neben dem Risikotransfer kann umgekehrt auch die Möglichkeit interessant sein, bei entsprechender Risikoprämie ein Kreditrisiko einzugehen, ohne direkt ein entsprechendes Kreditengagement besitzen zu müssen; es werden also synthetische Risikopositionen erzeugt. Im Rahmen kurzfristiger Spekulationsstrategien können einerseits gezielt Ausfallrisiken übernommen werden, von denen die Bank als Risikokäufer annimmt, dass sie innerhalb der beabsichtigten Haltedauer nicht im Sinne der Kontraktvereinbarung virulent werden; so kann ein Kreditinstitut bei einer zutreffenden Einschätzung der Bonitätsentwicklung von den vereinnahmten Prämien profitieren, ohne selbst Kapital einsetzen zu müssen.²¹² Der Einsatz von unverbrieften Kreditderivaten mit außerbilanziellem Charakter erlaubt zudem eine Ausnutzung komparativer Kostenvorteile, indem eine Bank mit relativ niedrigeren Finanzierungskosten eine Forderungsposition in ihre Bilanz aufnimmt, das Ausfallrisiko dieses Kassageschäfts jedoch gegen Erhalt einer höheren Marge an einen Marktteilnehmer mit relativ höheren Refinanzierungskosten verkauft. Als Spekulation kann dieses Motiv daher bezeichnet werden, da hierbei von sich ändernden Bonitätseinstufungen profitiert oder ggf. auch eine Short-Position eingegangen werden kann.²¹³ Durch unverbriefte Kreditderivate lassen sich so auf der einen Seite hohe Renditen erzielen, auf der anderen Seite kann das Eingehen eines solchen Kontrakts in Abhängigkeit von dessen Risikoprofil und der eingegangenen Position aber auch zu signifikanten Verlusten führen, u.a. weil der bislang noch relativ illiquide Markt für Kreditderivate das Glattstellen offener Positionen erschwert.²¹⁴

2.1.6.2 Arbitrage

Die Arbitrage, d.h. das Ausnutzen unterschiedlicher Preise für gleiche (oder ähnliche) Produkte spielt eine große Rolle auf effizienten Märkten. Kreditderivate ermöglichen das Ausnutzen von Bewertungsunterschieden des Ausfallrisikos innerhalb von oder zwischen Marktsegmenten, die aus unterschiedlichen Einschätzungen des Kreditrisikos durch die Marktteilnehmer resultieren²¹⁵: Durch den Kauf eines Ausfallrisikos aus einem Segment mit höherer impliziter Ausfallwahrscheinlichkeit und gleichzeitigem Verkauf des Kreditrisikos in einem Segment mit

²¹² Für verbrieftete Gestaltungsformen von Kreditderivaten gilt dies allerdings nur eingeschränkt, da der Risikokäufer hier Kapital zum Erwerb des strukturierten Wertpapiers aufbringen muss. Vgl. Offermann, C. (2001), S. 45.

²¹³ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 10.

²¹⁴ Vgl. Offermann, C. (2001), S. 46.

²¹⁵ Vgl. Offermann, C. (2001), S. 48; Kern, M. (2003), S. 21.

niedrigerer impliziter Ausfallwahrscheinlichkeit erhält die Bank eine höhere Prämie für den Risikokauf, als sie im Gegenzug für die Risikoveräußerung entrichten muss, sodass ein risikoloser Gewinn resultiert. Im Rahmen der Arbitrage sind auch die sich auf ganze Körbe von Kreditrisiken beziehenden Produkte von herausragender Bedeutung, da die Diversifikationseffekte eines möglicherweise auch synthetischen Kreditrisikoportfolios eine effiziente Risikosteuerung und auch die Eröffnung neuer Marktnischen ermöglichen.²¹⁶ Die unter Volks- und Raiffeisenbanken durchgeführte Erhebung hat ergeben, dass die Verwendungsmöglichkeit von Kreditderivaten zum Eigenhandel in dieser Bankengruppe im Vergleich zu den anderen genannten Anwendungsalternativen eine eher untergeordnete Rolle spielt.²¹⁷

2.2 Aktuelle Instrumente zur Portfoliosteuerung für Genossenschaftsbanken

2.2.1 Das Promise- und Provide-Konzept

Im Herbst 2000 hat die KfW mit Promise eine hoch standardisierte Verbriefungsplattform geschaffen, die es Banken ermöglicht, ihre Risiken aus dem mittelständischen Kreditgeschäft synthetisch zu verbrieften. Im Herbst 2001 wurde mit Provide dann eine zweite Verbriefungsplattform aufgesetzt, die Kreditinstituten auch eine Verbriefung von Risiken aus privaten Wohnungsbaukrediten gestattet. In der standardisierten Grundstruktur übernimmt die KfW über einen CDS die Ausfallrisiken eines spezifizierten Portfolios von Darlehen und teilt das mit dem CDS verbürgte Portfolio nach dem Prinzip zunehmender Nachrangigkeit in Tranchen unterschiedlicher Bonität auf, die dann von internationalen Ratingagenturen geratet werden.²¹⁸ Dabei wird der überwiegende Anteil als mit sehr geringem Risiko behaftete Super Senior Tranche kreiert, deren Risiken die KfW per CDS an eine OECD Bank weitergibt.²¹⁹ Die Risiken der übrigen, schwächer gerateten Tranchen werden durch eine von der KfW eingeschaltete Zweckgesellschaft als CLNs an institutionelle Investoren auf dem Kapitalmarkt verkauft; die Tranche mit dem höchsten Risiko, das First Loss Piece, wird als Selbstbeteiligung an die Ursprungsbank zurückgegeben.²²⁰ Die Ausfallrisiken des Portfolios tragen also letztlich die Banken über das First Loss Piece, die Investoren der CLNs und der Senior Swap-Partner.²²¹

²¹⁶ Vgl. Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 10.

²¹⁷ Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Anhang I, Ergebnisse zu Frage 5.

²¹⁸ Vgl. KfW (Hrsg.) (2003), S. 1. Die Grundstruktur der Promise- und Provide-Konzepte ist in Anhang XVII graphisch dargestellt.

²¹⁹ Vgl. Böhm, H. / Glüder, D. (2003), S. 37.

²²⁰ Vgl. Böhm, H. / Glüder, D. (2003), S. 37.

²²¹ Vgl. KfW (Hrsg.) (2003), S. 2.

2.2.2 Das Multi-Seller-Konzept

Ende 2002 fand erstmalig in Deutschland eine Multi-Seller-RMBS-Transaktion statt. Dieses Pilotprojekt, das die DG HYP in Zusammenarbeit mit der KfW und der DZ-Bank durchführte, ermöglichte auch kleineren Instituten durch die Bündelung von Volumina am Kapitalmarkt teilzunehmen.²²² Der Ablauf dieser Transaktion vollzieht sich in mehreren Schritten: Zuerst bündeln die Volks- und Raiffeisenbanken Wohnungsbau Darlehen privater Kreditnehmer zu einem Portfolio, wobei jeder dieser Kredite durch Grundpfandrechte an in Deutschland gelegenen Grundstücken gesichert sein muss. Im nächsten Schritt emittieren die Banken Inhaberschuldverschreibungen, die mit dem 3-Monats-EURIBOR zuzüglich eines Aufschlages verzinst werden, mit einem Credit Link versehen sind und deren Nominalvolumen der Höhe des abzusichernden Kreditportfolios entsprechen.²²³ Bei Ausfällen innerhalb des Kreditportfolios reduziert sich der noch ausstehende zu verzinsende Nominalbetrag in gleicher Höhe. Anschließend werden die dem Kreditportfolio zugrunde liegenden Ausfallrisiken der Darlehen an die DG HYP synthetisch übertragen, woraufhin diese sie mit eigener Aktiva ergänzt und in eine eigens für die Transaktion gegründete Zweckgesellschaft einbringt. Nachdem diese den Forderungspool tranchiert hat, emittiert sie MBS, wodurch insbesondere den Genossenschaftsbanken MBS-Tranchen als Anlagemöglichkeit für die durch die IHS-Emission erhaltenen liquiden Mittel zur Verfügung gestellt werden, um aktives Portfoliomanagement betreiben zu können.²²⁴ Mit der im Juli 2005 gestarteten vierten Multi-Seller-Transaktion konnten erstmals auch Risiken aus Portfolien aus dem kleingewerblichen Immobiliensektor (CMBS) gebündelt und nationalen und internationalen Investoren angeboten werden.²²⁵ Bei der Verbriefung übernimmt die KfW zunächst das Ausfallrisiko der zugrunde liegenden Kreditportfolien der DG HYP und der beteiligten Volks- und Raiffeisenbanken und platziert dieses unter Federführung der DZ Bank anschließend am internationalen Kapitalmarkt aus. Dabei wurden rund 25 % in Form von CLNs unter Einschaltung eines SPV abgesichert und das verbleibende Risiko über einen CDS abgedeckt.²²⁶

²²² Vgl. Kern, M. (2003), S. 67; Lachnit, S. (2005), S. 12.

²²³ Vgl. Kern, M. (2003), S. 67.

²²⁴ Vgl. Kern, M. (2003), S. 68.

²²⁵ Vgl. Krüger, M. (2005), S. 30.

²²⁶ Vgl. Krüger, M. (2005), S. 30.

2.2.3 Die Kreislaufmodelle VR Circle und WGZ-Loop

Die genossenschaftlichen Zentralbanken sind bestrebt, den betreuten Primärbanken Lösungen zum Abbau von Konzentrationsrisiken anzubieten und setzen dabei vor allem auf Pooling-Lösungen wie sie in den Kreislaufmodellen VR Circle der DZ Bank und WGZ-Loop der WGZ Bank zur Anwendung kommen: Verschiedene Kreditgenossenschaften geben im Rahmen eines synthetischen Risikotransfers Kreditrisiken in einen Pool ab und entnehmen anschließend aus diesem diversifizierten Pool wieder Kreditrisiken in Höhe des eingebrachten Volumens.²²⁷ Auf diese Weise steht der zu zahlenden Absicherungsprämie ein Ertrag aus der Rücknahme eines Teils des Forderungspools gegenüber.²²⁸ Die Grundidee dieser Verbriefungstransaktionen liegt darin, dass Genossenschaftsbanken aufgrund ihres regional eingeschränkten Tätigkeitsgebiets oftmals viele Klumpenrisiken in ihren Kreditportfolien haben, der genossenschaftliche Finanzverbund jedoch insgesamt ein sehr gut diversifiziertes gewerbliches Kreditportfolio aufweist.²²⁹ Hauptziel ist es, den unerwarteten Verlust durch eine verbesserte Diversifikation im Portfolio zu reduzieren, wodurch seitens der teilnehmenden Primärbanken weniger ökonomisches Eigenkapital zur Unterlegung ihrer Risiken vorgehalten werden muss.²³⁰ Diese neuen Instrumente des Kreditrisikotransfers stellen für Banken jeglicher Größe eine interessante Lösung dar.²³¹

- *VR Circle:* Als Vehikel des Risikotransfers bei VR Circle dienen CLNs. Ende Mai 2005 wurde die erste Transaktion dieser Art unter dem Namen „VR Circle 2005-1“ erfolgreich abgeschlossen, mit der 13 Genossenschaftsbanken ein Kreditvolumen von 56,7 Millionen Euro aus 75 Kreditbeziehungen erfolgreich abgesichert haben.²³² Im Dezember 2005 fand mit „VR Circle 2005-2“ schon die zweite Multi-Seller-Transaktion zum Transfer mittelständischer Kreditrisiken statt, an der sich 23 Genossenschaftsbanken beteiligten und ein Blankovolumen in Höhe von insgesamt 68,9 Millionen Euro verbrieffen.²³³ Mitte November 2006 fand mit „VR Circle 2006-1“ bereits die dritte Emission dieser Form statt, an der sich mit 33 Banken mehr Institute als je zuvor beteiligten, wodurch die Anzahl der an den VR Circle-Transaktionen

²²⁷ Vgl. Koneberg, M. (2007), S. 29; Overbeck, R. (2005), S. 21; DZ Bank (2007), S. 4.

²²⁸ Vgl. Lindemann, J. / Martiné, M. (2005), S. 29.

²²⁹ Vgl. Friedrich, J. / Mathweis, R. (2005), S. 24.

²³⁰ Vgl. Overbeck, R. (2005), S. 21; Lindemann, J. / Martiné, M. (2005), S. 28.

²³¹ Vgl. Friedrich, J. / Mathweis, R. (2005), S. 26.

²³² Vgl. Friedrich, J. / Mathweis, R. (2005), S. 24.

²³³ Vgl. DZ Bank (2005).

teilnehmenden Kreditinstitute auf insgesamt 52 anstieg.²³⁴ Noch im Juli diesen Jahres soll mit „VR Circle 2007-1“ die vierte Emission gestartet werden.²³⁵ Jede der Poolingbanken emittiert dabei eine Inhaberschuldverschreibung, deren Rückzahlung an den Nicht-Ausfall zugeordneter Firmenkunden gekoppelt ist.²³⁶ Fällt eine abgesicherte Forderung aus, so reduziert die Kreditgenossenschaft ihre begebene IHS um diesen Betrag. Im zweiten Schritt werden diese Anleihen von einer eigens hierzu gegründeten Zweckgesellschaft – der VR Circle Ltd. auf Jersey – erworben, die ihren Ankauf durch die Begebung einer großen IHS auf den gesamten Pool refinanzierte, deren Rückzahlung wiederum an den Nicht-Ausfall der von den Banken abgesicherten Kredite im großen Risikopool gekoppelt ist.²³⁷ Die Platzierung dieser Anleihe findet anschließend nicht am Kapitalmarkt statt, sondern bei den Poolingbanken selbst, d.h. wer Klumpenrisiken absichert, kauft gleichzeitig einen Anteil des diversifizierten Portfolios in Höhe des abgegebenen Volumens zurück.²³⁸

- *WGZ-Loop*: Als Vehikel des Risikotransfers bei *WGZ-Loop* dienen CDSs. Jede Poolingbank ist Sicherungsnehmer für ihre über die Primär-CDS eingebrachten Kreditrisiken²³⁹ und gleichzeitig Sicherungsgeber für den Pool, indem sie anteilig Kreditrisiken über den Pro-Rata-CDS zurücknimmt.²⁴⁰ Am 3. Juli 2006 konnte mit der ersten, vier Jahre lang laufenden *WGZ-Loop*-Transaktion auf diese Weise ein Pooling illiquider Mittelstandskredite im genossenschaftlichen Finanzverbund erfolgen, indem 15 Kreditgenossenschaften aus dem Rheinland und Westfalen ihr Adressrisiko aus 150 Kundenbeziehungen mit einem Gesamtrisikovolumen von 65,3 Millionen Euro in den Pool eingebracht haben.²⁴¹

²³⁴ Vgl. Mathweis, R. / Ridder, T. (2007), S. 28.

²³⁵ Vgl. DZ Bank (2007), S. 19 und S. 34.

²³⁶ Vgl. DZ Bank (2007), S. 5; Mathweis, R. / Ridder, T. (2007), S. 29.

²³⁷ Vgl. DZ Bank (2007), S. 5 und S. 29; Friedrich, J. / Mathweis, R. (2005), S. 24.

²³⁸ Vgl. Friedrich, J. / Mathweis, R. (2005), S. 25; Mathweis, R. / Ridder, T. (2007), S. 29.

²³⁹ Die eingebrachten Mittelstandskredite müssen nach dem BVR-II-Rating mindestens mit 3a bewertet sein und es darf kein Override stattgefunden haben. Vgl. Overbeck, R. (2005), S. 23.

²⁴⁰ Vgl. Geilmann-Ebbert, A. / Heine, S. (2006), S. 14.

²⁴¹ Vgl. Geilmann-Ebbert, A. / Heine, S. (2006), S. 14.

3. Vorteile von Kreditderivaten gegenüber traditionellen Steuerungsinstrumenten²⁴²

Das Aufschnüren des Basisinstrumentes erlaubt bei dem Einsatz von Kreditderivaten eine Separierung, Neubündelung und Weitergabe des Kreditrisikos, wodurch das Risikoleverage²⁴³ fast beliebig variiert werden kann. Durch den Verzicht auf den Transfer des Basisobjekts werden zudem Transaktionskosten eingespart, die Risikopositionen können mit geringerem Liquiditätseinsatz gestaltet werden und das Eigentum am zugrunde liegenden Schuldtitel verbleibt beim Sicherungsnehmer, sodass dieser von späteren Wertsteigerungen profitieren kann.²⁴⁴ Während beim konventionellen Risikomanagement durch Kreditversicherungen etc. eine Absicherung häufig nur zu Beginn des Kreditgeschäfts möglich ist und sich bei später auftretenden Zweifeln an der Bonität des Kreditnehmers eventuell keine Risikokäufer finden, ermöglichen Kreditderivate durch ihre flexible Laufzeit jederzeit eine Übertragung des Risikos.²⁴⁵ Durch den Gebrauch von Kreditderivaten werden weiterhin Leerverkäufe von Kreditrisiken ermöglicht und der Kreditrisikotransfer erfolgt, ohne dass die zugrunde liegende Kunde-Bank-Beziehung davon direkt berührt wird, da der Kreditnehmer nichts von der Absicherungsmaßnahme erfährt.²⁴⁶ Eine eigene Umfrage unter Genossenschaftsbanken hat jedoch ergeben, dass trotzdem immerhin 7 % der befragten Banken eine eventuelle Beeinträchtigung der Kunde-Bank-Beziehung beim Einsatz von Kreditderivaten als problematisch einschätzen.²⁴⁷ Ferner lassen sich durch Kreditderivate als OTC-Produkte maßgeschneiderte Lösungen vereinbaren, die sowohl auf die besonderen Bedürfnisse als auch die Eigenschaften der zugrunde liegenden Risikoposition abgestimmt werden können, um so mögliche Hindernisse bei der Gestaltung der angestrebten Risiko-Chance-Position zu überwinden.²⁴⁸ Insgesamt sind Banken bei ihrer Diversifikation von Kreditrisiken nicht mehr auf den ihnen jeweils zugänglichen Primärmarkt beschränkt, sondern sie können Kreditrisikopositionen von diesem unabhängig in allen Marktsegmenten oder Regionen

²⁴² Vgl. hierzu auch Anhang XVIII („Vorteilhaftigkeitsüberlegung zu den verschiedenen Produkten zum Kreditrisikomanagement“).

²⁴³ Bspw. kann der Nominalwert eines Kreditderivates mit dem Kreditrisiko aus mehreren Krediten mit einem insgesamt höheren Volumen belastet werden. Vgl. *Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 117.*

²⁴⁴ Vgl. *Müller, F. (2000), S. 55.*

²⁴⁵ Vgl. *Müller, F. (2000), S. 55.*

²⁴⁶ Vgl. *Müller, F. (2000), S. 55.*

²⁴⁷ Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Anhang I, Ergebnisse zu Frage 6.

²⁴⁸ Vgl. *Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 118.*

eingehen, auf die Kreditderivate gehandelt werden.²⁴⁹ Kreditderivate als Instrument zum Kreditrisikomanagement ermöglichen weiterhin eine Vervollständigung des Kapitalmarktes, d.h. die Erzeugung von Zahlungsströmen, die bisher so nicht erworben werden konnten und allein durch die Herstellung der Handelbarkeit der Basisposition nicht am Markt replizierbar sind, wodurch wiederum eine direkte Wohlfahrtssteigerung für die Inhaber der entsprechenden Gegenposition in Form des Hedgings erreicht wird.²⁵⁰ Insbesondere aus der Nachfragerperspektive erweitert sich aber auch das Anlageuniversum, mit den entsprechenden portfoliotheoretischen Implikationen der Möglichkeiten einer verbesserten Diversifikation und des Zugangs zu gegenüber der Ausgangssituation überlegenen dominanten Risiko-Chance-Positionen.²⁵¹

4. Allgemeine Problemfelder beim Einsatz von Kreditderivaten

4.1 Informationsassymetrien

Bei Ausfallrisiken, gerade in Bezug auf Buchkredite an weniger bekannte Unternehmen, besteht die Gefahr, dass der Verkäufer eines solchen Risikos aufgrund des direkten Zugangs zum Schuldner bessere, schnellere und aktuellerer Informationen über dessen wirtschaftliche Verhältnisse besitzt und somit einen Wissensvorsprung gegenüber dem Risikokäufer hinsichtlich des unsystematischen Kreditrisikos hat. Für den Käufer besteht demgemäß das Wagnis, dass er die Höhe des Ausfallrisikos zu niedrig einschätzt und für die Risikoübernahme eine zu niedrige Vergütung verlangt.²⁵² Versucht ein Verkäufer gezielt, gerade solche Ausfallrisiken zu verkaufen, spricht man von *Adverse Selection*.²⁵³ Ein Käufer kennt i.d.R. diese Gefahr und stellt dem Verkäufer für die Übernahme seines Risikos zusätzlich eine Misstrauensprämie in Rechnung.²⁵⁴ Ein Risikoverkäufer kann, um diese Misstrauensprämie zu reduzieren, die Informationsassymetrien bspw. durch die Bereitstellung detaillierter Informationen über das Kreditrisiko, z.B. in Form von Offenlegung eines Ratings einer vertrauenswürdigen Agentur, einschränken.²⁵⁵ Abhilfe können hier auch Kreditderivate schaffen, denen ein Portfolio von Krediten mit guter Risikostreuung zugrunde liegt, sodass regionale und branchenspezifische Faktoren weitestgehend ausgeschaltet werden und das Risiko vorwiegend aus

²⁴⁹ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 118.

²⁵⁰ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 118 f.

²⁵¹ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 119.

²⁵² Vgl. Kern, M. (2003), S. 34.

²⁵³ Vgl. Franke, G. (2005), S. 316.

²⁵⁴ Vgl. Effenberger, D. (2003), S. 8.

²⁵⁵ Vgl. Franke, G. (2005), S. 317.

gesamtwirtschaftlichen Risikofaktoren besteht, bezüglich derer wiederum nur geringe Informationsasymmetrien bestehen.²⁵⁶

Ein weiteres Problem im Rahmen der Informationsasymmetrien stellt das der *Moral Hazard* dar: Verlagert eine Bank Kreditrisiken auf Dritte, so sinkt evtl. auch ihr Interesse, den Schuldner weiterhin intensiv zu überwachen und ggf. Maßnahmen zu ergreifen, um die Kreditbedienung zu verbessern oder zu sichern.²⁵⁷ Dieser Effekt wird dadurch begünstigt, dass das Monitoring bzw. das Einleiten von Gegenmaßnahmen kostenintensive Aufgaben darstellen, die der Risikoverkäufer aufgrund einer vertraulichen Schuldner-Gläubiger-Beziehung relativ unbemerkt reduzieren und so seine finanzielle Position verbessern kann.²⁵⁸ Auch für dieses Verhaltensproblem werden Käufer von Kreditderivaten der Bank i.d.R. eine Misstrauensprämie in Rechnung stellen²⁵⁹, die die Bank jedoch durch verschiedene Credit Enhancements zur glaubhaften Darstellung ihres vertragsgemäßen Verhaltens reduzieren kann: So kann sie bspw. nur einen Teil des Ausfallrisikos eines Kredits weitergeben und den übrigen Teil als Selbstbeteiligung in ihren eigenen Büchern behalten.²⁶⁰

4.2 Organisatorische und aufsichtrechtliche Anforderungen

Der Markt für Kreditderivate weist derzeit weltweit keine einheitliche Regelung auf, wie diese Art von Finanzinnovation aufsichtsrechtlich zu behandeln ist, sondern es findet in den meisten Ländern noch eine „case by case policy“ statt.²⁶¹ In Deutschland wurden die ersten verbindlichen Regelungen mit dem am 16. Juni 1999 veröffentlichten Rundschreiben 10/99 zur Behandlung von Kreditderivaten im Rahmen des Grundsatzes I sowie der Groß- und Millionenkreditvorschriften von der BaFin geschaffen. Diese Rundschreiben beschäftigt sich allerdings ausschließlich mit den Grundstrukturen TRS, CDS und CLN und gibt keine Antwort auf die Frage, wie neuere Produkte, etwa synthetische Verbriefungen, zu behandeln sind. Es erwähnt nur, dass von den genannten Transaktionen abweichende Strukturen mit der BaFin individuell abzustimmen sind.²⁶² Von der Aufsichtsbehörde wird jedoch nicht jedes Kreditderivat, welches in eine der genannten Kategorien fällt, anerkannt: So muss es bspw. die wirksame Übertragung der betreffenden Kredit- bzw. Kursrisiken auf den Sicherungsgeber

²⁵⁶ Vgl. Effenberger, D. (2003), S. 9.

²⁵⁷ Vgl. Franke, G. (2005), S. 317; Norden, L. (2005), S. 14.

²⁵⁸ Vgl. Franke, G. (2005), S. 318.

²⁵⁹ Vgl. Effenberger, D. (2003), S. 8.

²⁶⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 42.

²⁶¹ Vgl. Kern, M. (2003), S. 36.

²⁶² Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel I.

gewährleisten, um risikoreduzierend berücksichtigt werden zu können, und Referenzaktivum und Risikoaktivum müssen sich gleich verhalten und in Bezug auf das Credit Event durch entsprechende vertragliche Vereinbarungen miteinander verbunden sein.²⁶³ Das Rundschreiben der BaFin ist nicht als endgültige Lösung anzusehen, sondern verstand sich lediglich als provisorische Regelung bis zum Abschluss einer internationalen Vereinbarung in Form von Basel II, die allerdings bis zum heutigen Zeitpunkt noch nicht verabschiedet ist. Die eigene unter Genossenschaftsbanken organisierte Umfrage hat verdeutlicht, dass für 35 % der befragten Banken regulatorische Anforderungen einen Einsatz von Kreditderivaten in den jeweiligen Instituten hemmen.²⁶⁴

Ein weiteres Problem stellt sich bei einem Kredit an ein am Kapitalmarkt unbekanntes Unternehmen in Bezug auf das Credit Event dar: Die Informationen über eine Zahlungsstörung müssten im Fall eines Kreditereignisses von der kreditgebenden Bank an ihren Geschäftspartner aus dem Kreditderivat weitergegeben werden, was eine Verletzung des Bankgeheimnisses darstellt.²⁶⁵

4.3 Fehlende Standardisierung und Erfüllungsrisiken

Weil Kreditderivate als OTC-Geschäfte individuell vereinbart werden, wurden ihnen ursprünglich keine einheitlichen Rahmenverträge zugrunde gelegt. Trotz der Bemühungen der ISDA ist die Standardisierung des Kreditderivategeschäftes noch immer unzureichend, da insbesondere für neuere und exotische Produktarten noch keine Standarddokumentationen zur Verfügung stehen.²⁶⁶ Umso wichtiger ist es für die Marktteilnehmer, die wesentlichen Vertragselemente wie etwa die Credit Events exakt zu spezifizieren, um im Schadensfall den Anspruch auf Ausgleichszahlung rechtlich durchsetzen zu können und keine Verlustrisiken zu erleiden.

4.4 Bewertung von Kreditrisiken und Pricing von Kreditderivaten

Um einen liquiden Handel von Kreditrisiken zu ermöglichen muss eine adäquate Risikoprämie für ein Kreditderivategeschäft kalkuliert werden können, wofür eine genaue Quantifizierung des Kreditrisikos notwendig ist. Da an den europäischen Finanzmärkten im Vergleich zu den USA jedoch nur sehr wenige Unternehmen von einer externen Ratingagentur geratet sind, verwenden

²⁶³ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel IV.

²⁶⁴ Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Anhang I, Ergebnisse zu Frage 6.

²⁶⁵ Vgl. Kern, M. (2003), S. 38 f.

²⁶⁶ Vgl. Kern, M. (2003), S. 35.

europäische Kreditgeber bei der Bonitätsbeurteilung zumeist eigenentwickelte, hausinterne Ratingverfahren, wodurch die Transparenz bei der Quantifizierung des Kreditrisikos in gewissem Maße eingeschränkt ist. Ein weiteres Hemmnis der Entwicklung des Marktes für Kreditderivate ist die unzureichende Transparenz der gehandelten Preise, die daraus resultiert, dass bis heute – im Gegensatz zum Black & Scholes-Ansatz für die Optionspreisberechnung beim Marktpreisrisiko - keine standardisierten, vereinheitlichten Bewertungsmodelle im Markt etabliert werden konnten, mit deren Hilfe Preise für Kreditderivate ermittelt werden könnten.²⁶⁷

4.5 Fehlende Marktliquidität

Da Kreditderivate mit der Bonität ein Merkmal als Underlying haben, das individuell einem Wirtschaftssubjekt zugeordnet werden kann, ist die Liquidität des Kreditderivatemarktes stark von der Anzahl der potentiellen Underlyings abhängig.²⁶⁸ Da besonders im europäischen Markt aber noch ein Engpass in diesem Bereich vorhanden ist, beschränkt sich die Anwendbarkeit von Kreditderivaten im Wesentlichen noch auf wenige Schuldner wie etwa multinationale Großunternehmen. „*The use of credit derivatives is limited by the lack of liquidity of the credit derivatives market for the credits that banks would most want to hedge.*“²⁶⁹ Auch für Underlyings ist ähnlich wie bei den Kontrahenten eine (zunehmende) Konzentration festzustellen: So stehen die Top 5²⁷⁰ für 18 % aller genannten Underlyings auf der Verkaufseite, auf der Kaufseite für 21 %. Ein ähnlicher Trend ergibt sich für die Top 20, die auf der Verkaufseite 38 % und auf der Kaufseite 41 % der Transaktionen repräsentieren.²⁷¹ Die eigens organisierte Befragung hat ergeben, dass die fehlende Marktliquidität für immerhin 23 % der befragten Genossenschaftsbanken ein Hindernis für den Einsatz von Kreditderivaten darstellt.²⁷²

4.6 Erhöhter Schulungsbedarf

Kreditderivate weisen eine hohe Komplexität in Bezug auf die Struktur und v.a. die Bewertung auf, wodurch an das Personal von Marktteilnehmern völlig neue Anforderungen gestellt werden: Für den Handel von Kreditderivaten werden Mitarbeiter benötigt, die sich sowohl im Derivate- bzw. Wertpapierhandel als auch im Kreditgeschäft auskennen und gleichzeitig Grundkenntnisse

²⁶⁷ Vgl. Kern, M. (2003), S. 42.

²⁶⁸ Vgl. Kern, M. (2003), S. 44 f.

²⁶⁹ Vgl. Minton, B. A. / Stulz, R. / Williamson, R. (2005), S. 20.

²⁷⁰ Daimler Chrysler, General Motor, Ford, France Telekom, Telecom Italia. Vgl. Fitch Ratings (2006).

²⁷¹ Vgl. Fitch Ratings (2006).

²⁷² Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Anhang I, Ergebnisse zu Frage 6.

von Handelsgeschäften und den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten besitzen.²⁷³ Besonders kleinere Banken sehen bisher noch von einem Markteintritt ab, da sie nicht über die notwendige Bewertungskennntnis verfügen, obgleich bereits ein gewisses Maß an Produktkenntnis vorhanden ist. Neben diesen personellen und fachlichen Hemmnissen erweisen sich aber auch der finanzielle Ressourcenverbrauch und die zeitliche Komponente bei der Einführung eines neuen Kreditrisikomanagementprozesses als ein Zögerungsgrund für Kreditinstitute, aktiv Kreditrisikomanagement zu betreiben.²⁷⁴

Eine eigene Umfrage unter Genossenschaftsbanken hat ergeben, dass bezüglich Kreditderivaten als Instrument zum Kreditrisikomanagement teilweise noch erheblicher Schulungsbedarf besteht und dass immerhin 69 % der befragten Volks- und Raiffeisenbanken eine Erhöhung des Ausbildungsstandes der Beteiligten als Grundvoraussetzung für eine weitere Förderung des Kreditderivatemarktes ansehen. Rund die Hälfte der befragten Banken sieht dieses Problem in Verbindung mit einer zu hohen Komplexität der Produkte als größtes Hindernis für den Einsatz von kreditderivativen Produkten in ihrem jeweiligen Institut an.²⁷⁵

²⁷³ Vgl. Kern, M. (2003), S. 44.

²⁷⁴ Vgl. Kern, M. (2003), S. 44.

²⁷⁵ Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Anhang I, Ergebnisse zu den Fragen 6 und 8.

IV. FAZIT UND AUSBLICK

Kreditderivate eröffnen die Möglichkeit, Kreditportfolien effizient zu strukturieren; allerdings hemmen insbesondere aufsichtsrechtliche Regelungen, ein erhöhter Schulungsbedarf und eine mangelnde Marktliquidität noch einen breiteren Einsatz. Auch aufgrund von Bewertungs- und Anreizproblemen stehen die Märkte für Kreditrisiken unverändert vor deutlichen Entwicklungshemmnissen²⁷⁶ und gerade kleinere Institute wie Genossenschaftsbanken nutzen Kreditderivate noch nicht flächendeckend oder auch nur indirekt, da für sie eine Absicherung von Ausfallrisiken über derivative Produkte allein schon wegen derer Komplexität und des dazu nötigen Know-Hows oft nur schwierig umsetzbar ist.²⁷⁷ Auch die nötige technologische Infrastruktur, um die Bewertung und den Handel mit Kreditderivaten sachgerecht durchführen zu können, fehlt gerade bei kleineren Banken noch. Obwohl diese Probleme eine Erklärung für das aktuell noch niedrige Verwendungsniveau von Kreditderivaten insbesondere bei Regionalbanken sein mögen, sagen sie noch nichts über das langfristige Entwicklungspotenzial aus, da die genannten Hindernisse nicht von permanenter Dauer sein dürften.²⁷⁸ Insgesamt befindet sich der Markt für Kreditrisikotransfer derzeit noch in einer Entwicklungs- und Lernphase, jedoch sind die Anstrengungen zur Implementierung eines funktionierenden Sekundärmarktes für Kreditrisiken auch im genossenschaftlichen Verbund vorhanden und werden sukzessive weiter ausgebaut.²⁷⁹ Es ist davon auszugehen, dass in den folgenden Jahren immer mehr Marktteilnehmer Kreditderivate in ihrem Risikomanagement einsetzen werden und diese sich so endgültig durchsetzen werden. Schließlich hat auch die eigene Befragung von Genossenschaftsbanken ergeben, dass bei der großen Mehrzahl der Institute ein erhebliches Interesse an einem Einsatz von Kreditderivaten besonders im Hinblick auf gewerbliche Darlehen besteht und dass sich ein Großteil der inquireierten Banken auch bereits intensiver mit der Möglichkeit der Verwendung von Kreditderivaten zum Risikomanagement in ihrem Institut beschäftigt hat.²⁸⁰ Auch die Auswirkungen von Basel II und den MaK stellen sicher, dass die Expansion und damit auch die Markttiefe und Liquidität von Kreditderivaten zunehmen werden.²⁸¹ Schließlich liegen effiziente Instrumente zum Transfer von Ausfallrisiken nicht nur im Interesse der einzelnen Bank, sondern auch im volkswirtschaftlichen Interesse: „Entwickelte,

²⁷⁶ Vgl. Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 118.

²⁷⁷ Vgl. Anhang I, Ergebnisse zu Frage 6 sowie Flesch, J. R. (2006), S. 20.

²⁷⁸ Vgl. Effenberger, D. (2003), S. 8.

²⁷⁹ Vgl. Koneberg, M. (2007), S. 29.

²⁸⁰ Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Anhang I, Ergebnisse zu den Fragen 1, 2 und 3.

²⁸¹ Vgl. Lause, S. (2005), S. 59.

*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.*²⁸² Umfragen unter den bedeutendsten Marktteilnehmern auf dem Kreditderivatemarkt haben zudem gezeigt, dass aufgrund der Handelbarkeit von Kreditrisiken von einer steigenden Kreditverfügbarkeit für Unternehmen und somit von einem positiven Rückkopplungseffekt vom Kreditrisikohandel auf das Primärkreditgeschäft auszugehen ist.²⁸³

²⁸² Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S 36.

²⁸³ Vgl. Norden, L. (2005), S. 16.

Anhang I:

Umfrage unter Genossenschaftsbanken

Übersicht

- A: Untersuchungsgegenstand und Ziel der Umfrage
- B: Auswahl der Banken
- C: Fragebogen
- D: Response-Quoten
- E: Ergebnisse der Umfrage
- F: Zusammenfassende Auswertung der Umfrage

A: Untersuchungsgegenstand und Ziel der Umfrage

Kreditderivate werden von Genossenschaftsbanken im Vergleich zu anderen Bankengruppen wie bspw. Großbanken bisher nur in verhältnismäßig geringem Ausmaße genutzt. Diese Zurückhaltung kann mehrere Ursachen haben. Zum einen wäre es denkbar, dass grundsätzlich kein Interesse an diesem relativ neuen Produkt des Risikomanagements besteht. Andererseits wäre es auch möglich, dass zwar ein Verlangen danach besteht, aber zu viele Gründe gegen eine Umsetzung sprechen. Um einen Überblick darüber zu bekommen, ob ein grundsätzliches Interesse an dem Einsatz von Kreditderivaten vorhanden ist, welche Form von Kreditderivaten bevorzugt wird und welche Gründe für die Banken prinzipiell für bzw. gegen einen Einsatz von Kreditderivaten im Risikomanagement ihres Instituts sprechen, wurden im Rahmen dieser Umfrage 300 Volks- und Raiffeisenbanken in ganz Deutschland zu der Thematik befragt.

B: Auswahl der Banken

Die Auswahl der Banken erfolgte anhand der Aufstellung „Alle Kreditgenossenschaften per Ende 2005“ des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR). In dieser Aufstellung sind 1.288 Volks- und Raiffeisenbanken absteigend nach ihrer Bilanzsumme per Ende 2005 aufgelistet. Aus diesen 1.288 Genossenschaftsbanken wurden 300 Banken anhand ihrer Bilanzsumme wie folgt ausgewählt:

Bilanzsumme	> 1 Mrd. €	750 Mio. € - 1 Mrd. €	500 Mio. € - 750 Mio. €	250 Mio. € - 500 Mio. €	< 250 Mio. €	Gesamt
Anzahl der befragten Banken	47	38	94	86	35	300
Prozentualer Anteil an der Umfrage	15,67 %	12,67 %	31,33 %	28,67 %	11,67 %	100 %

C: Fragebogen

1. Besteht Ihrerseits grundsätzlich Interesse an einem Einsatz von Kreditderivaten?
 ja
 nein

2. Haben Sie sich mit der Möglichkeit des Einsatzes von Kreditderivaten zum Risikomanagement in Ihrem Institut bereits intensiver beschäftigt?
 ja
 nein

Wenn ja, welche Gründe haben Sie von einer Umsetzung überzeugt bzw. bisher davon abgehalten? *[Stichworte genügen]*.

Bitte beantworten Sie die nachstehenden Fragen auch dann, wenn Sie bei Frage 1 oder 2 „nein“ angekreuzt haben!

3. Welchen Produkttyp von Kreditderivaten würden Sie bevorzugen?
 Credit Default Swap
 Credit Linked Note
 Total Return Swap

4. Für welche Kredite würden Sie bevorzugt Kreditderivate verwenden?
 private Darlehen
 gewerbliche Darlehen
 beides

5. Welche Verwendungsmöglichkeiten sprechen für Sie am ehesten für den Einsatz von Kreditderivaten? *[Bitte vergeben Sie hier Punkte von 5 (sehr wichtig) bis 1 (eher unwichtig)]*.
 Eigenhandel
 Kreditlinienmanagement
 Bilanzstrukturmanagement
 Hedging von Einzelpositionen
 Kreditportfoliomanagement

Weitere Verwendungsmöglichkeiten:

6. Welche Gründe sprechen aus Ihrer Sicht gegen den Einsatz von Kreditderivaten? (z.B. fehlende Marktliquidität, regulatorische Hindernisse, mangelndes Wissen, Beeinträchtigung der Kunde-Bank-Beziehung etc.)
[Stichworte genügen!]

7. Wie sehen Sie die weiteren Wachstumschancen der verschiedenen Kreditderivate-Produkte an? [Bitte vergeben Sie hier Punkte von 5 (starkes Wachstum) bis 1 (geringes Wachstum)].

- Credit Default-Produkte
- Credit Linked Notes
- Total Return-Produkte
- Credit Spread-Produkte
- Basket- und Hybride Produkte

8. Wo sehen Sie Handlungsbedarf, um den Kreditderivatemarkt weiter zu fördern?

- Erhöhung der Marktattraktivität
- Erhöhung des Ausbildungsstandes der Beteiligten
- _____
- _____

9. Weitere Anmerkungen zu diesem Thema:

Wenn Sie an dem Ergebnis der Umfrage interessiert sind, lassen wir Ihnen gerne eine Auswertung zukommen!

- Ja, ich hätte gerne eine Auswertung.

E-Mail-Adresse: _____

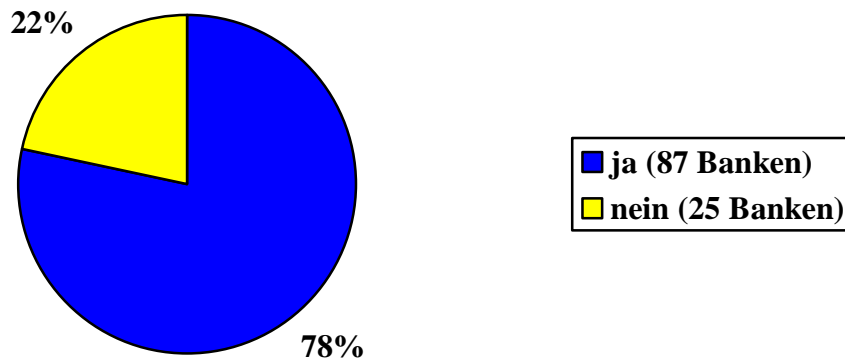
Vielen Dank für Ihre Teilnahme!

D: Response-Quoten

Bilanz- summe	> 1 Mrd. €	750 Mio. € - 1 Mrd. €	500 Mio. € - 750 Mio. €	250 Mio. € - 500 Mio. €	< 250 Mio. €	Gesamt
Anzahl der Rückläufe	24	14	34	28	12	112
Response- Quote der Umfrage	8,0 %	4,7 %	11,3 %	9,3 %	4,0 %	37,3 %
Response- Quote der jeweiligen Bilanzgrup- pen	51,1 %	36,8 %	36,2 %	32,6 %	34,3 %	-
Prozentualer Anteil der jeweiligen Bilanzgrup- pen an den Rückläufen	21,4 %	12,5 %	30,4 %	25,0 %	10,7%	100 %

E: Ergebnisse der einzelnen Fragen

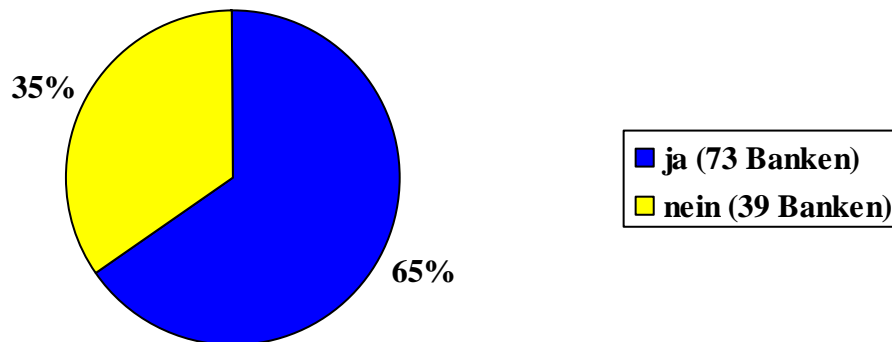
Frage 1: Besteht Ihrerseits grundsätzlich Interesse an einem Einsatz von Kreditderivaten?



Die Auswertung dieser Frage zeigt, dass bei Genossenschaftsbanken ein erhebliches Interesse an einem Einsatz von Kreditderivaten besteht.

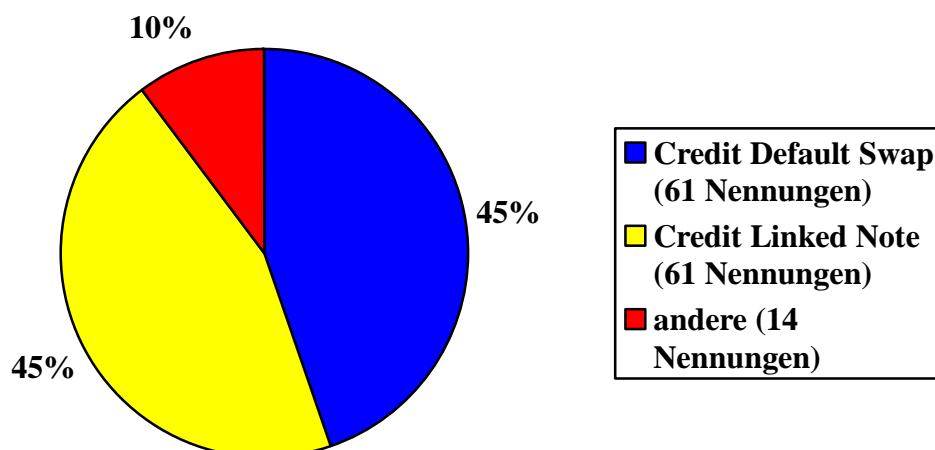
Von den 25 Banken, bei denen kein Interesse besteht, haben sich immerhin bereits 10 Banken (40 %) intensiver mit der Möglichkeit des Einsatzes von Kreditderivaten zum Risikomanagement in ihrem Institut auseinandergesetzt.

Frage 2: Haben Sie sich mit der Möglichkeit des Einsatzes von Kreditderivaten zum Risikomanagement in Ihrem Institut bereits intensiver beschäftigt?



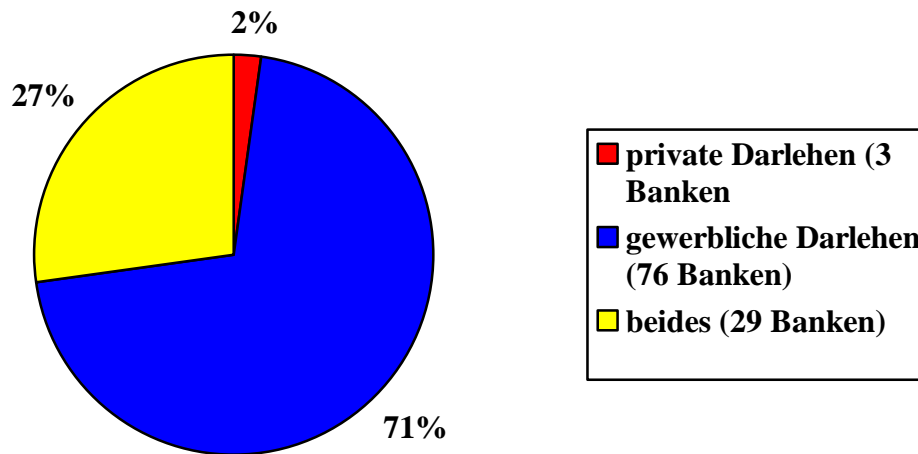
Frage 3: Welchen Produkttyp von Kreditderivaten würden Sie bevorzugen?

(Bei dieser Frage waren Mehrfachnennungen möglich).



Unter den 14 genannten anderen Produkttypen befinden sich Total Return Swaps (4 Nennungen), Pool-Lösungen wie bspw. VR-Circle (4 Nennungen), Basket-Produkte, Credit Spread Produkte, CDOs, Zins Caps, (Forward-)Swaps und CMS-Strukturen (jeweils 1 Nennung).

[Diese Frage wurde von 5 Banken nicht beantwortet.]

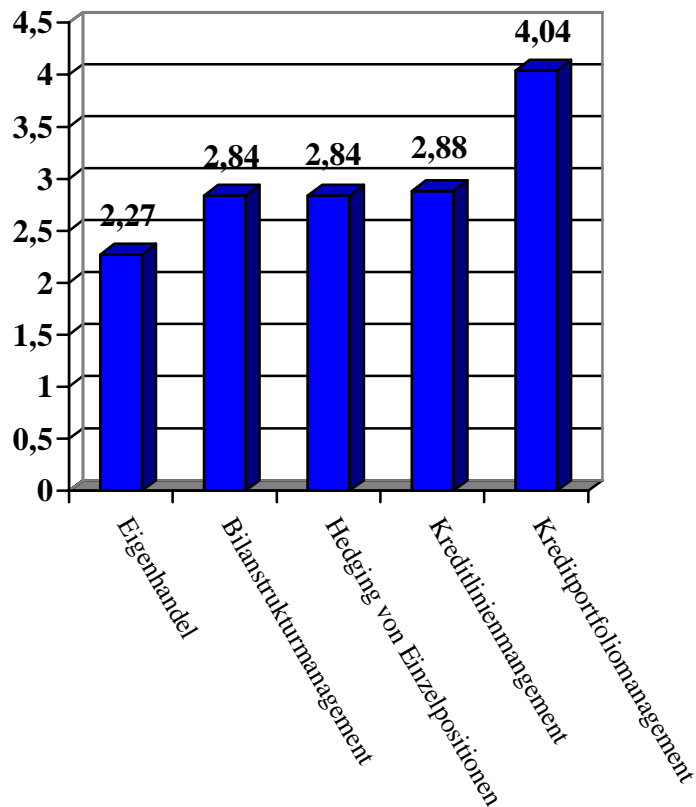
Frage 4: Für welche Kredite würden Sie bevorzugt Kreditderivate verwenden?

Lediglich drei Banken (2,3 %) würden Kreditderivate ausschließlich für private Darlehen verwenden. Eine Bank zieht zusätzlich zur Verwendung bei gewerblichen Darlehen einen Einsatz bei privaten Darlehen mit hohen Blankoanteilen in Erwägung. Eine weitere Bank nutzt Kreditderivate ausschließlich als Anlageinstrument in Form von CDOs, Credit Linked Notes und Credit Default Swaps.

Der Großteil der Genossenschaftsbanken schätzt einen Einsatz von Kreditderivaten also vor allem bei gewerblichen Krediten als sinnvoll ein. Ein Institut hat diesen Sachverhalt damit begründet, dass private Darlehen oft nicht die zur Anwendung von Kreditderivaten nötigen Größenordnungen haben.

[Diese Frage wurde von 4 Banken nicht beantwortet.]

Frage 5: Welche Verwendungsmöglichkeiten sprechen für Sie am ehesten für den Einsatz von Kreditderivaten? [Bitte vergeben Sie hier Punkte von 5 (sehr wichtig) bis 1 (eher unwichtig)].



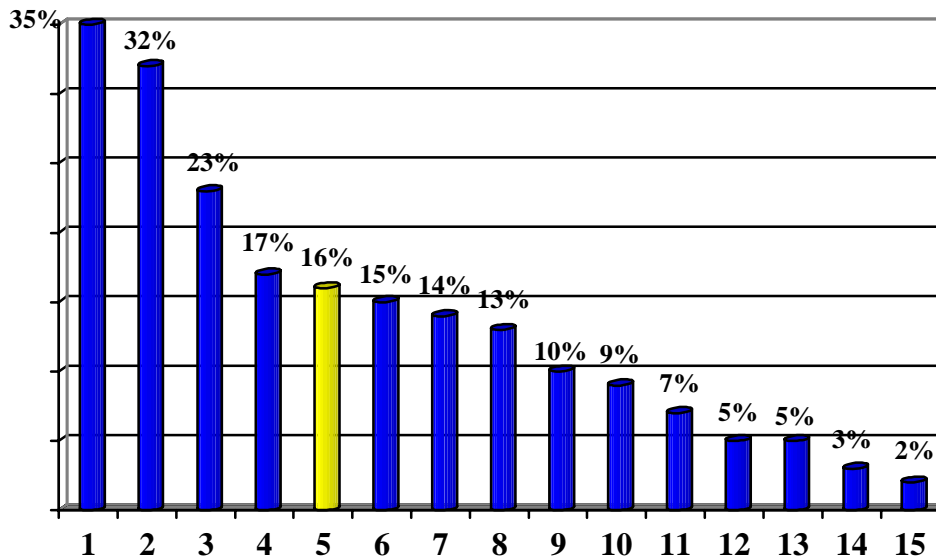
Als weitere Anwendungsmöglichkeiten wurden das Hedging von Marktpreisrisiken in Form von Zinsänderungsrisiken im Geldmarktbereich und die Steuerung von Blankolimiten genannt. In einem Fall wurde Eigenhandel lediglich im Sinne passiver Steuerung verstanden, nicht jedoch im Sinne von Handelspositionen; in einem weiteren Fall wurde Eigenhandel als Anlagealternative zu Corporate Bonds genannt.

Durch 13 Banken erfolgte bei der Beantwortung dieser Frage anstatt einer Gewichtung eine Markierung der bevorzugten Verwendungsalternativen. In diesen Fällen wurde eine Punktzahl von 3 angenommen.

[Diese Frage wurde von 2 Banken nicht beantwortet.]

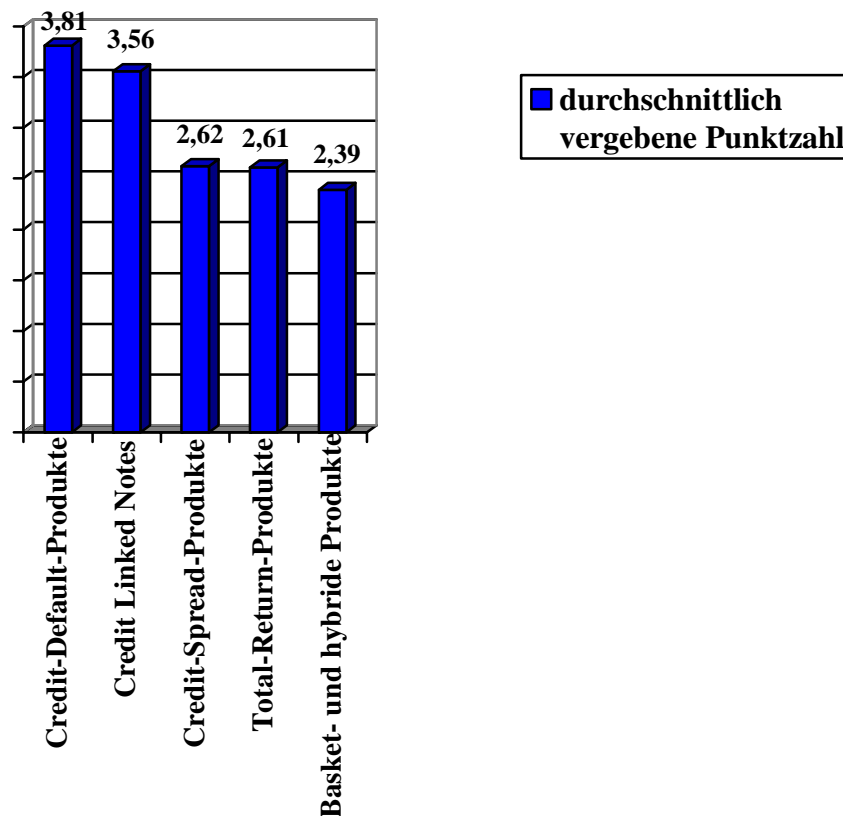
**Frage 6: Welche Gründe sprechen aus Ihrer Sicht gegen den Einsatz von Kreditderivaten? [z.B. fehlende Marktliquidität, regulatorische Hindernisse, mangelndes Wissen, Beeinträchtigung der Kunde-Bank-Beziehung etc.]
Stichworte genügen!**

(Bei dieser Frage waren Mehrfachnennungen möglich.)



- Grund 1:** Regulatorische Hindernisse (39 Nennungen)
- Grund 2:** Erhöhter Schulungsbedarf (36 Nennungen)
- Grund 3:** Mangelnde Marktliquidität (26 Nennungen)
- Grund 4:** Komplizierte Abwicklung, zu hoher Verwaltungsaufwand (19 Nennungen)
- Grund 5:** Keine Gründe, die gegen den Einsatz von Kreditderivaten sprechen (18 Nenn.)
- Grund 6:** Hohe Kosten, Margenverschlechterung (17 Nennungen)
- Grund 7:** Losgrößenproblematik (16 Nennungen)
- Grund 8:** Mangelnde Markttransparenz, intransparentes Pricing (15 Nennungen)
- Grund 9:** Aufwändiger Neue-Produkte-Prozess (11 Nennungen)
- Grund 10:** Technische bzw. organisatorische Hindernisse (10 Nennungen)
- Grund 11:** Beeinträchtigung der Kunde-Bank-Beziehung (8 Nennungen)
- Grund 12:** Kein Interesse / kein Bedarf (6 Nennungen)
- Grund 13:** Zu geringer Nutzen (6 Nennungen)
- Grund 14:** Allgemeine Skepsis (3 Nennungen)
- Grund 15:** Fehlende Standardisierung (2 Nennungen)

Frage 7: Wie sehen Sie die weiteren Wachstumschancen der verschiedenen Kreditderivate-Produkte an? [Bitte vergeben Sie hier Punkte von 5 (starkes Wachstum) bis 1 (geringes Wachstum)].

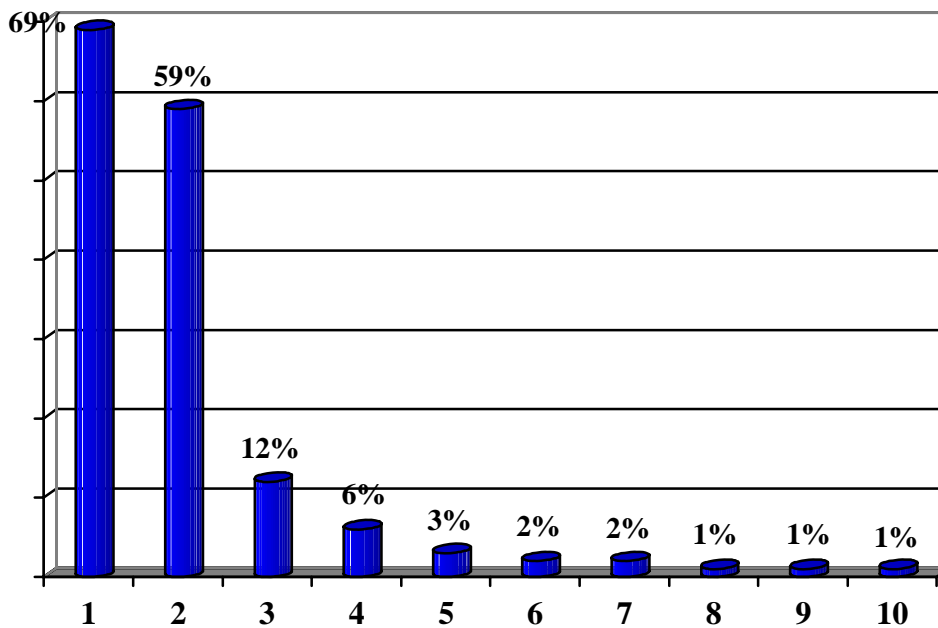


Durch 3 Banken erfolgte bei der Beantwortung dieser Frage anstatt einer Gewichtung eine Markierung der Produkte, für die mit weiterem Wachstum gerechnet wird. In diesen Fällen wurde eine Punktzahl von 3 angenommen.

[Diese Frage wurde von 11 Banken nicht beantwortet.]

Frage 8: Wo sehen Sie Handlungsbedarf, um den Kreditderivatemarkt weiter zu fördern?

(Bei dieser Frage waren Mehrfachnennungen möglich.)



- 1 = Erhöhung des Ausbildungsstandes der Beteiligten (73 Nennungen)
- 2 = Erhöhung der Marktattraktivität (63 Nennungen)
- 3 = Erhöhung der Markttransparenz / Standardisierung (13 Nennungen)
- 4 = Mehr Unterstützung durch Verbände / Zentralbanken (6 Nennungen)
- 5 = Ausweitung des Produktangebots (3 Nennungen)
- 6 = Erhöhung der Marktliquidität (2 Nennungen)
- 7 = Einsatz funktionsfähiger EDV-Systeme (2 Nennungen)
- 8 = Niedrigere Einstiegsgrößen (1 Nennung)
- 9 = Reduzierung der bonitätsmäßigen Anforderungen (1 Nennung)
- 10 = Mechanismen, die Finanzkrise verhindern, falls große Risiken schlagend werden (1 Nennung)

[Diese Frage wurde von 6 Banken nicht beantwortet.]

F: Zusammenfassende Auswertung der Umfrage

Bei dem Großteil der Genossenschaftsbanken besteht ein erhebliches Interesse an einem Einsatz von Kreditderivaten, die Mehrzahl der befragten Institute hat sich bereits intensiver mit der Möglichkeit der Verwendung von Kreditderivaten zum Risikomanagement in ihrem Institut beschäftigt. Die große Mehrheit (90 %) der befragten Banken bevorzugt ausschließlich die Produkte CDS und CLN. Nur in einzelnen Fällen wurden auch neuere Strukturen als bevorzugte Produkttypen aufgezählt. Fast alle befragten Banken würden Kreditderivate v.a. für gewerbliche Darlehen verwenden, was vermutlich damit zu begründen ist, dass diese i.d.R. die größten Klumpenrisiken bergen.

Als wichtigste Verwendungsmöglichkeit von Kreditderivaten bei Volks- und Raiffeisenbanken wird das Kreditportfoliomanagement angesehen, gefolgt von der Möglichkeiten des Einsatzes zum Kreditlinienmanagement, zum Hedging von Einzelpositionen, sowie zum Bilanzstrukturmanagement (diese drei Aspekte werden von den befragten Banken in etwa als gleich bedeutend angesehen). Die Gelegenheit der Anwendung zum Eigenhandel spielt für Genossenschaftsbanken eine im Vergleich zu den anderen genannten Aspekten eine eher untergeordnete Rolle.

Im Rahmen der durchgeführten Erhebung wurde auch untersucht, welche Gründe die Genossenschaftsbanken bisher von einer Anwendung von Kreditderivaten abgehalten haben bzw. welche generellen Gründe aus ihrer Sicht gegen einen Einsatz sprechen. Um möglichst viele Informationen über eventuelle Hemmnisse zu erhalten, wurden diese Fragen gezielt offen gestellt. Die Antworten lassen jedoch einheitliche Tendenzen erkennen:

Für die meisten Genossenschaftsbanken sprechen regulatorische Hindernisse, ein erhöhter Schulungsbedarf und die noch mangelnde Marktliquidität in Bezug auf Kreditderivate gegen eine Umsetzung. Auch eine zu hohe Komplexität in Verbindung mit einer komplizierten Abwicklung und einem hohen Verwaltungsaufwand, sowie zu hohe Kosten und das Problem der Nichterreicherung der nötigen Losgrößen wurden häufig als Hemmschuh für den breiten Einsatz von kreditderivativen Produkten genannt. Weiterhin wurden die fehlende Markttransparenz bzw. zu geringe Standardisierung als nachteilig für eine Verwendung angesehen. In Einzelfällen wurden weiterhin Probleme bei der Einführung neuer Produkte, technische sowie organisatorische Hindernisse und Bedenken im Hinblick auf eine eventuelle Beeinträchtigung der Kunde-Bank-Beziehung geschildert. Für 16 % der befragten Banken spricht hingegen nichts

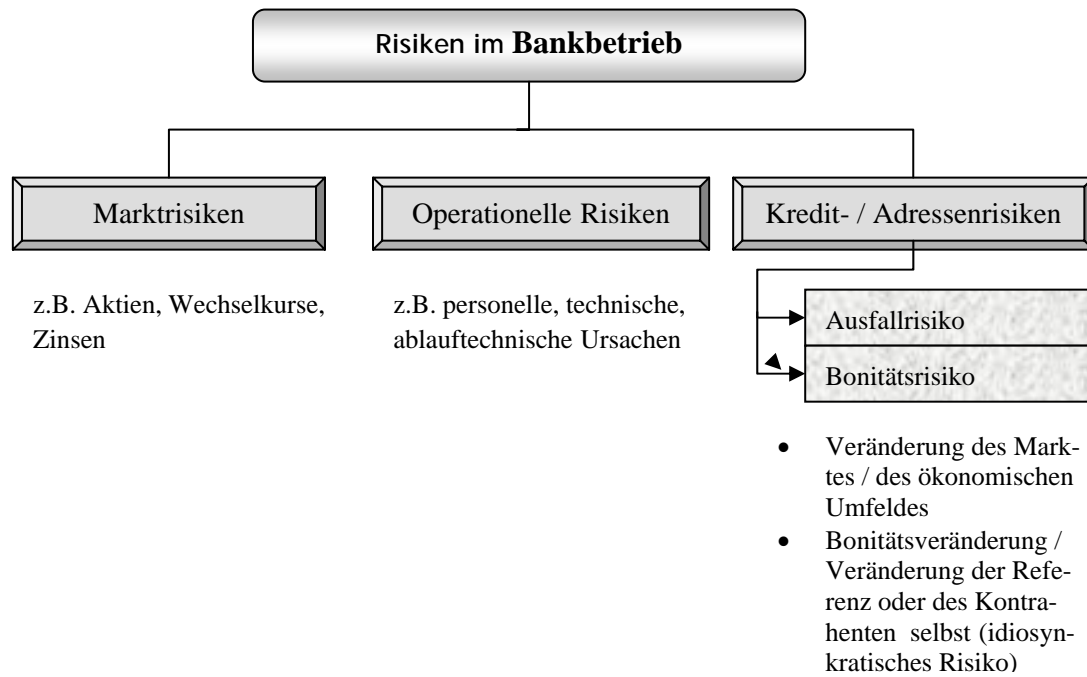
gegen den Einsatz von Kreditderivaten, weitere 5 % wenden diese schlichtweg nicht an, da ihr Kreditportfolio derzeit so gut diversifiziert ist, dass ein Einsatz von Kreditderivaten nicht nötig ist.

Die weiteren Wachstumschancen der verschiedenen Kreditderivate-Produkte werden von den befragten Instituten trotz der genannten Probleme bei deren Einsatz insgesamt als positiv angesehen. Besonders bei den durch Genossenschaftsbanken meist verwendeten Produkten CDS und CLN wird mit einem weiterhin relativ starken Wachstum gerechnet, aber auch für neuere Kreditderivate-Strukturen wie hybride Produkte wird insgesamt mit einer künftig positiven Entwicklung gerechnet.

Zur weiteren Förderung des Kreditderivatemarktes wurde von über $\frac{2}{3}$ der befragten Banken die Erhöhung des Ausbildungsstandes der Beteiligten angeführt, knapp 60% sehen zudem die Erhöhung der Marktattraktivität als Grundvoraussetzung für eine weitere Förderung des Marktes. Weitere 12 % beurteilten außerdem eine Erhöhung der Standardisierung bzw. der Markttransparenz als bedeutungsvoll. Auch mehr Unterstützung durch die Verbände bzw. die Zentralbanken sowie eine Ausweitung des Produktangebots wurden als wünschenswert geäußert.

Anhang II:

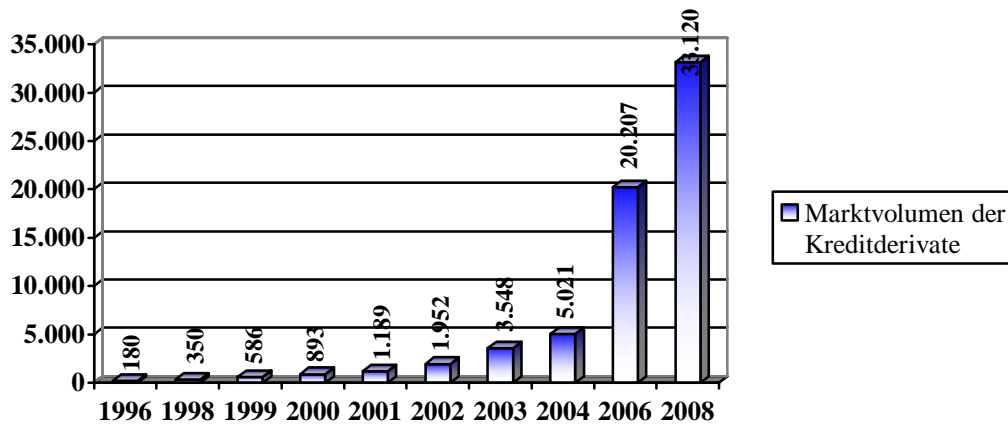
Aufteilung der Risikokategorien



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 2.

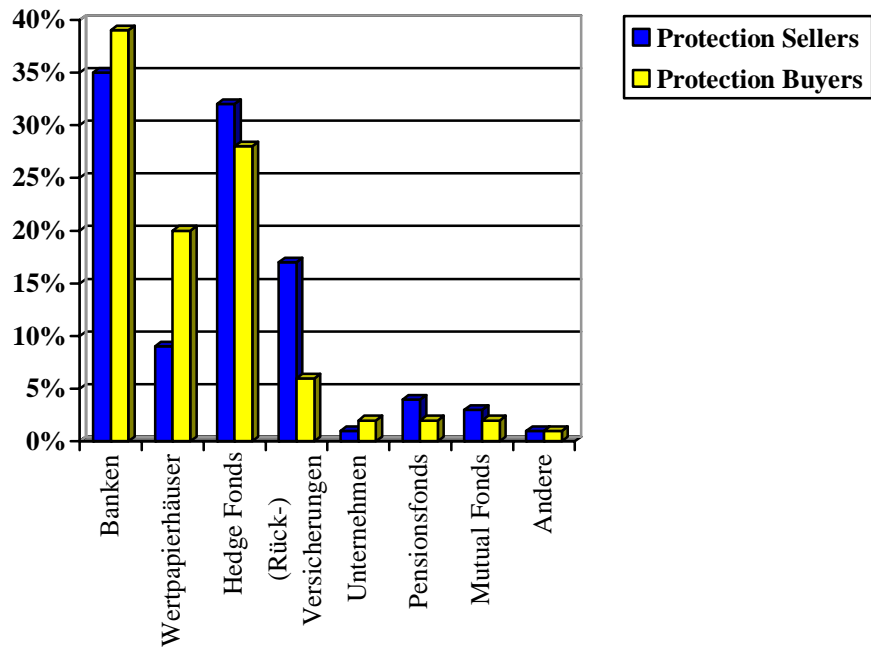
Anhang III:

Entwicklung der Märkte für Kreditderivate



Volumen in Mrd. USD (2008: Schätzung)

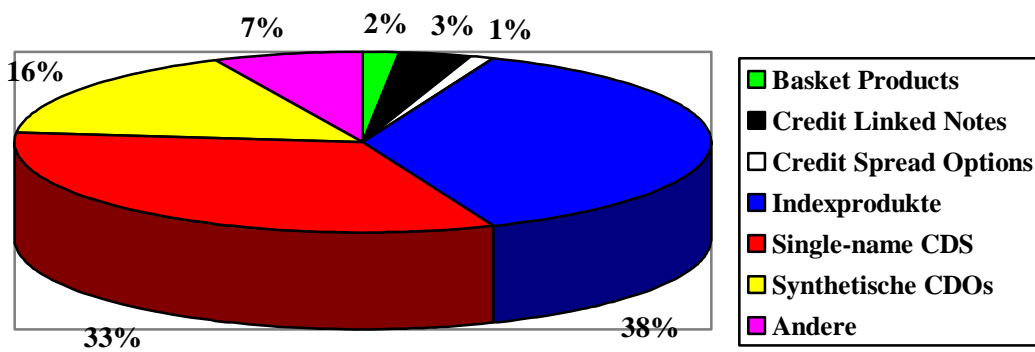
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *British Bankers' Association* (2006).

Anhang IV:*Aufteilung des Marktes für Kreditderivate nach Marktteilnehmern*

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *British Bankers' Association (2006)*.

Anhang V:

Aufteilung der Kreditderivate nach Produktarten



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *British Bankers' Association (2006)*.

Entwicklung der Marktanteile der einzelnen Produktarten

	2000	2002	2004	2006
Basket Products	6 %	6 %	4 %	2 %
Credit Linked Notes	10 %	8 %	6 %	3 %
Credit Spread Options	5 %	5 %	2 %	1 %
Indexprodukte	-	-	11 %	38 %
Single-name CDS	38 %	45 %	51 %	33 %
Synthetische CDOs	-	-	16 %	16 %
Andere	41 %	36 %	10 %	7 %

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *British Bankers' Association (2006)*.

Anhang VI:

Systematisierung der Kreditderivate

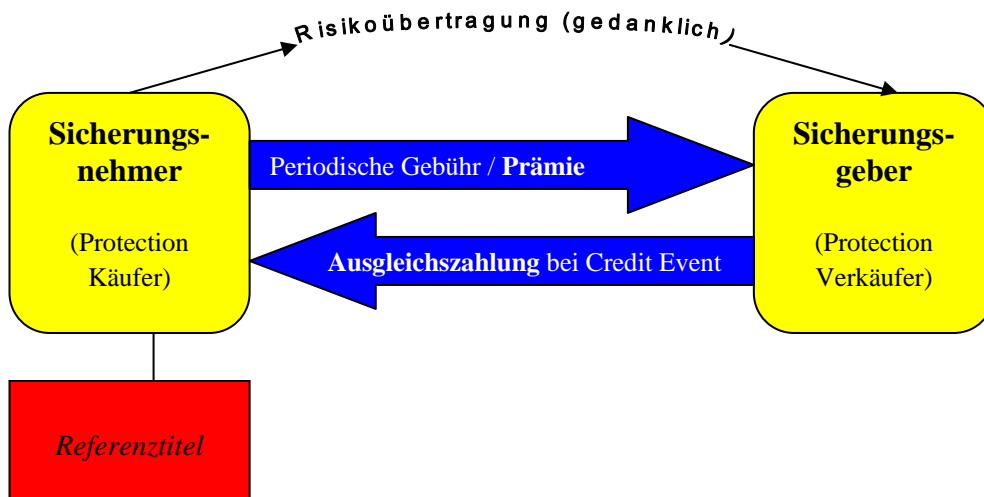
Klassische Kreditverbriefung	Kreditderivate im engeren Sinne
<ul style="list-style-type: none"> • Asset Backed Securities (ABS) 	<ul style="list-style-type: none"> • Credit Default Swap
<ul style="list-style-type: none"> • Mortgage Backed Securities (MBS) 	<ul style="list-style-type: none"> • Total Return Swap
<ul style="list-style-type: none"> • Collateralized Debt Obligations (CDO) 	<ul style="list-style-type: none"> • Credit Spread Option
Hybride Produkte Credit Linked Note Synthetische ABS, MBS und CDOs	
Kreditderivate im weiteren Sinne	

Unter den Kreditderivaten im eigentlichen Sinne sind lediglich die derivativen, außerbilanziellen Strukturen des Kreditrisikotransfers zu subsumieren, während zu den Kreditderivaten im weiteren Sinne auch alle hybriden Kreditprodukte, die sowohl Charakteristika von Kreditderivaten als auch von Kreditverbriefungen aufweisen zu zählen sind.

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005), S. 35.*

Anhang VII:

Grundstruktur eines Credit Default Swap



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel II (ii)*.

Anhang VIII:

Vereinfachtes Beispiel für eine CDS-Transaktion

A given bank may feel comfortable with the liquidity and interest rate risk associated with a fixed-rate loan made to XYZ Corp., especially if it is planning to hold on the loan, but it may be nervous about the credit risk embedded in the loan. Alternatively, an investment firm might want some exposure to the credit risk associated with XYZ Corp., but it does not want to have to bother with the interest risk inherent in XYZ's fixed-rate liabilities. Clearly, both the bank and the investor stand to gain from a relatively simple transaction that allows the bank to transfer at least some of the credit risk associated with XYZ Corp. to the investor. In the end, they would each be exposed to the types of risks that they feel comfortable with, without having to take on, in the process, unwanted risk exposures.

Suppose, the bank enters into a contract with the investment firm whereby it will make periodic payments to the firm in exchange for a lump sum payment in the event of default by XYZ Corp. during the term of the derivatives contract. As a result of entering into such a contract, the bank has effectively transferred at least a portion of the risk associated with default by XYZ Corp. to the investment firm (the bank will be paid a lump sum if XYZ defaults). In return, the investment company gets the desired exposure to XYZ credit risk, and the stream of payments that it will receive from the bank represents compensation for bearing such a risk.

In the parlance of the credit derivatives market, the bank in the above example is typically referred to as the *buyer of protection*, the investment firm is known as the *protection seller*, and XYZ Corp. is called the *reference entity*.

Consider the case where the parties might agree that the CDS will have a notional amount of \$100,000: If the annualized swap spread is 40 basis points, then the protection buyer will pay \$10,000 every quarter to the protection seller. If no default event occurs during the life of the CDS, the protection seller simply pockets the premium payments. Should a default event occur, however, the protection seller becomes liable for the difference between the face value of the debt obligations issued by the reference entity and their recovery value. As a result, for a contract with a notional amount of \$100,000, and assuming that the reference entities' obligations are worth 20 cents on the dollar after default, the protection seller's liability to the protection buyer in the event of default would be \$80,000.

Anhang IX:

Beispiel einer Standard-Confirmation der ISDA für ein europäisches Unternehmen im Rahmen einer CDS-Transaktion

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

XXXXXXXXXX

Confirmation

Credit Swap Transaction

Dear Sir or Madame,

The purpose of this letter (this „Confirmation“) is to Confirm the terms and conditions of the Credit Derivative Transaction entered into between us on the Trade Date specified below (the „Transaction“). This Confirmation constitutes a “Confirmation” as referred to in the ISDA Master Agreement specified below.

The definitions and provisions contained in the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions as supplemented by the May 2003 Supplement to the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions (together, the “Credit Derivatives Definitions”), as published by the International Swaps and Derivatives Association, Inc., are incorporated into this Confirmation. In the event of any inconsistency between the Credit Derivatives Definitions and this Confirmation, this Confirmation will govern.

This Confirmation supplements, forms a part of, and is subject to, the ISDA Master Agreement dated as of XXXXXXXXX, as amended and supplemented from time to time (the “Agreement”), between you and us. All provisions contained in the Agreement govern this Confirmation except as expressly modified below.

1. General Terms:

Trade Date:	11. March 2007
Effective Date:	12. March 2007
Scheduled Termination Date:	20. March 2012
Floating Rate Payer:	Part A (the “Seller”)
Fixed Rate Payer:	Part B (the “Buyer”)
Calculation Agent:	Seller
Calculation Agent City:	Munich
Business Day:	London and TARGET Settlement Day

Business Day Convention:	Following (which, subject to Sections 1.4 and 1.6 of the Credit Derivatives Definitions, shall apply to any date referred to in this Confirmation that falls on a day that is not a Business Day).
Reference-Entity:	Telekom XYZ
Reference- Obligation[s]:	The obligation identified as follows:
	Primary Obligor: Telekom XYZ
	Guarantor: None
	Maturity: 01. February 2014
	Coupon: 8.25 %
	CUSIP / ISIN: XS0145531903
All Guarantees:	Applicable
Reference Price:	100 %
<i>2. Fixed Payments:</i>	
Fixed Rate Payer	
Calculation Amount:	EUR 5,000,000
Fixed Rate Payer	
Payment Date[s]:	20 March, 20 June, 20 September and 20 December in each year, commencing on June 2007
Fixed Rate:	0,55 % per annum
Fixed Rate Day Count Fraction:	Actual / 360
<i>3. Floating Payment:</i>	
Floating Rate Payer	
Calculation Amount:	Fixed Rate Payer Calculation Amount
Conditions to Settlement:	Credit-Event-Notice (Notifying Party: Buyer or Seller) Notice-of-Physical-Settlement Notice of Public Available Information: Applicable
Credit Events:	The following Credit Events shall apply to this Transaction: Bankruptcy Failure to Pay Grace Period Extension: Not Applicable Payment Requirement: USD 1,000,000 or its equivalent in the relevant Obligation Currency as of occurrence of the relevant Failure to Pay.

Restructuring

Default Requirement: USD 10,000,000 or its equivalent in the relevant

Obligation Currency as of the occurrence of the relevant Credit-Event

Modified Restructuring Maturity Limitation and Conditionally

Transferable Obligation: Applicable

Multiple Holder Obligation: Applicable

Obligations:

Obligation-Category: Borrowed Money

Obligation-Characteristics: None specified

4. Settlement Terms:

Settlement-Method: Physical Settlement

Terms Relating to
Physical Settlement:

Physical Settlement Period: 30 Business Days

Deliverable Obligations: Exclude Accrued Interest

Deliverable Obligation Category: Bond or Loan

Deliverable Obligation

Characteristics: Not Subordinated

Specified Currency: Standard Specified Currencies

Maximum Maturity: 30 years

Not Bearer

Not Contingent

Consent Required Loan

Transferable

Assignable Loan

Partial Cash-Settlement of

Consent Required Loans: Not Applicable

Partial Cash-Settlement of

Assignable Loans: Not Applicable

Partial Cash-Settlement of

Participations: Not Applicable

Escrow: Applicable

5. Notice and Account Details

Telephone, Telex and / or Facsimile Numbers and Contact Details for Notices:

Seller: XXXXXXXXXXXX

Attn / Telephone / Facsimile: XXXXXXXXXXXX

Buyer: XXXXXXXXXXXX

Attn / Telephone / Facsimile: XXXXXXXXXXXX

Account Details of Seller: XXXXXXXXXXXX

Account Details of Buyer: XXXXXXXXXXXX

6. Offices

Seller: XXXXXXXXXXXX

Buyer: XXXXXXXXXXXX

7. Additional Terms

Notwithstanding Section 1.7 or any provisions of Section 9.9 or 9.10 to the contrary, but without prejudice to Section 9.3 and (where applicable) Sections 9.4, 9.5 and 9.6 if the Termination Date has not occurred on or prior to the date that is 60 Business Days following the Physical Settlement Date, such 60th Business Day shall be deemed to be the Termination Date with respect to this Transaction except in relation to any portion of the Transaction (an "Affected Portion") in respect of which:

- (1) a valid notice of Buy-in Price has been delivered that is effective fewer than three Business Days prior to such 60th Business Day, in which case the Termination Date for that Affected Portion shall be the third Business Day following the date on which such notice is effective; or
- (2) Buyer has purchased but not delivered Deliverable Obligations validly specified by Seller pursuant to Section 9.10(b), in which case the Termination Date for that Affected Portion shall be the tenth Business Day following the date on which Seller validly specified such Deliverable Obligations to Buyer.

Please confirm your agreement to be bound by the terms of the foregoing by executing a copy of this Confirmation and returning it to us.

Yours sincerely,

XXXXXXXXXXXXXXXXXX

By: _____ By: _____

Name: _____ Name: _____

Confirmed as to the date first above written:

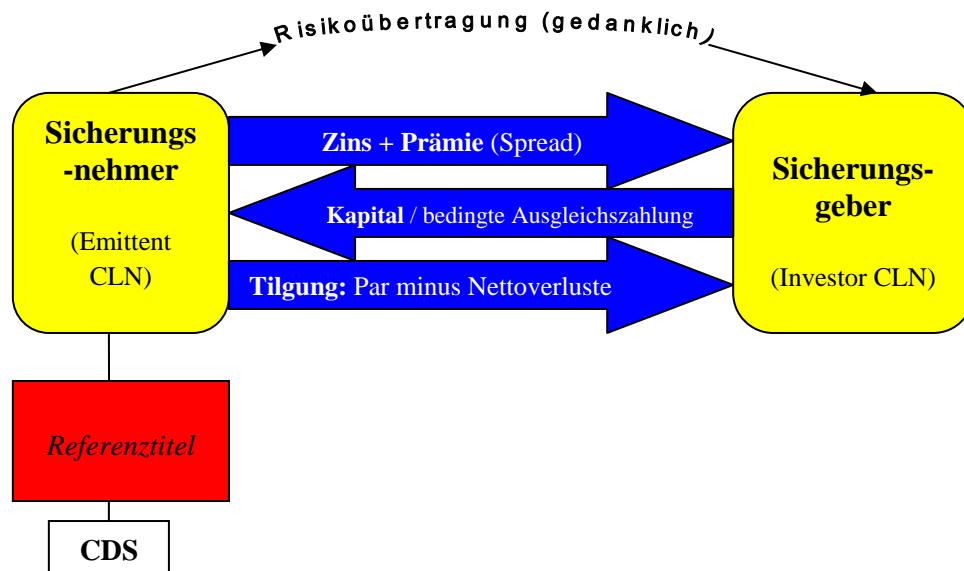
By: _____ By: _____

Name: _____ Name: _____

Quelle: Binder, I. (2005), S. 471 ff.

Anhang X:

Grundstruktur einer Credit Linked Note



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel II (iii).

Anhang XI:

Vereinfachtes Beispiel für eine CLN-Transaktion

ABC Investments would like to take on the risk associated with the debt of XYZ Corp., but all of XYZ's debt is composed of bank loans and ABC Investments cannot simply sell protection in a credit default swap because its investment guidelines prevent it from entering into a derivatives contract.

Let us assume that the size of ABC Investments' desired exposure to XYZ Corp. is \$100 million. One way of gaining the desired exposure to XYZ's debt is for ABC Investments to purchase \$100 million in credit linked notes that reference XYZ Corp. and that pay a predetermined spread over LIBOR for as long as the reference entity does not trigger a default event.

The issuer of the notes may take ABC Investments' \$100 million and buy highly rated debt obligations to serve as collateral for its CLN liability toward ABC Investments.

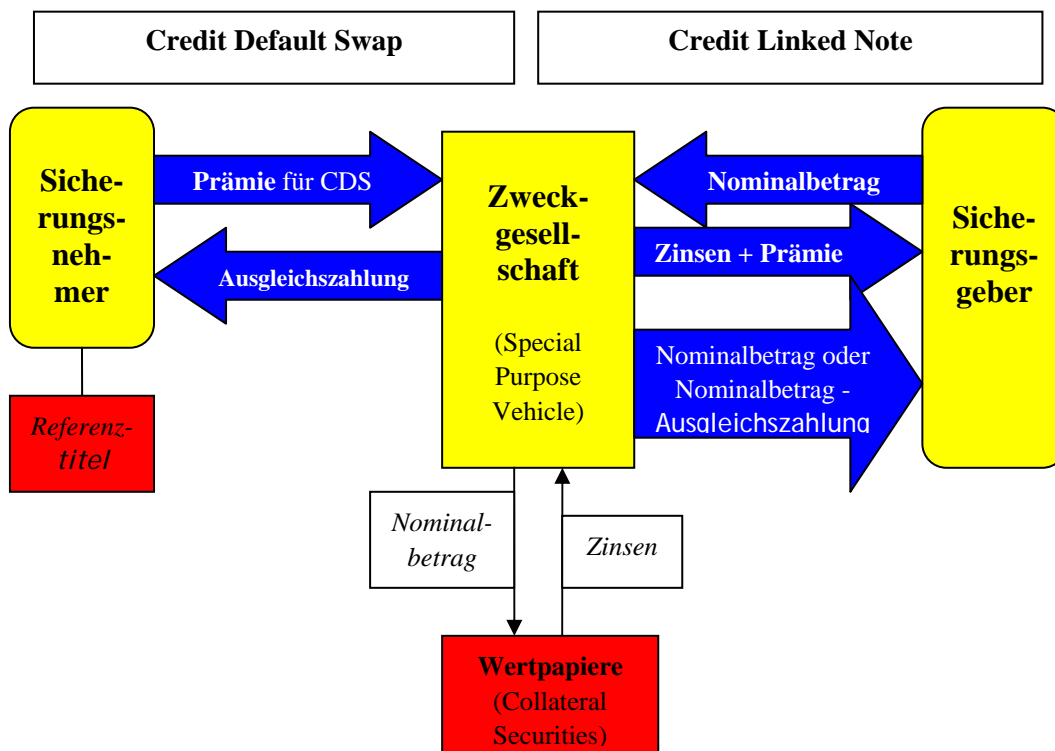
At the same time, the CLN issuer enters into a credit default swap with a third party, selling protection against a default by XYZ Corp. From that point on, the CLN issuer will simply pass through the cash flows associated with the credit default swap – net of administrative fees – to ABC Investments.

In the event of default by XYZ Corp., the CLN issuer will pay its default swap counterparty and the credit linked note terminates with ABC Investments receiving only the recovery value of XYZ's defaulted debt. Suppose that the recovery rate associated with the reference entity is 30 percent, and that a credit event does take place. The third party pays its CDS counterparty the difference between the notional amount of the contract and the recovery value, \$70 million, and the CLN is terminated with ABC Investments receiving only \$30 million of the \$100 million that it had originally invested. The cash flows to ABC Investments mimic those of a traditional note issued by the reference entity.

If no default occurs, ABC Investments will continue to receive the coupon payments associated with the credit linked note until its maturity date, at which point it will also receive its initial investment of \$100 million back. At the maturity date both the CDS and CLN are terminated. It should then be clear that a credit linked note is simply a funded way of entering into a credit derivatives contract.

Anhang XII:

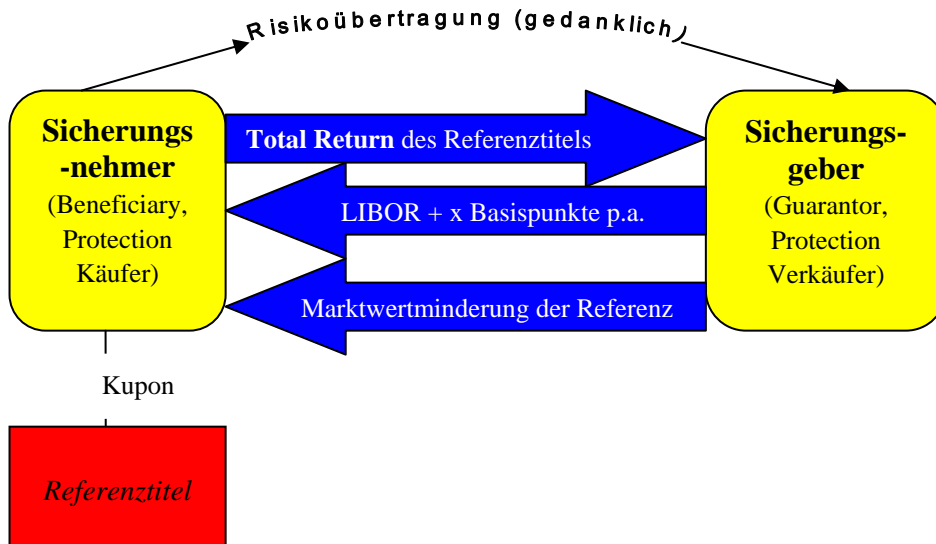
Struktur einer Credit Linked Note unter Einschaltung einer Zweckgesellschaft



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Oriwol, D. (2005), S. 77; Chaplin, G. (2005), S. 145.

Anhang XIII:

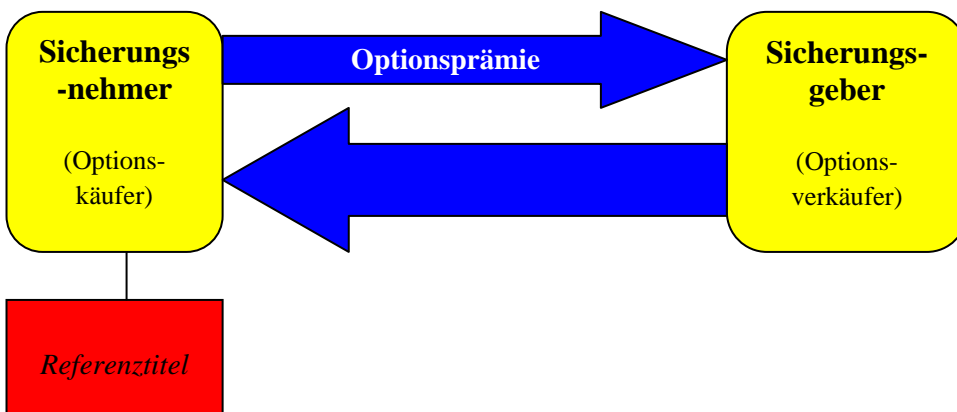
Grundstruktur eines Total Return Swap



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs-aufsicht (Hrsg.) (1999), Kapitel II (i).

Anhang XIV:

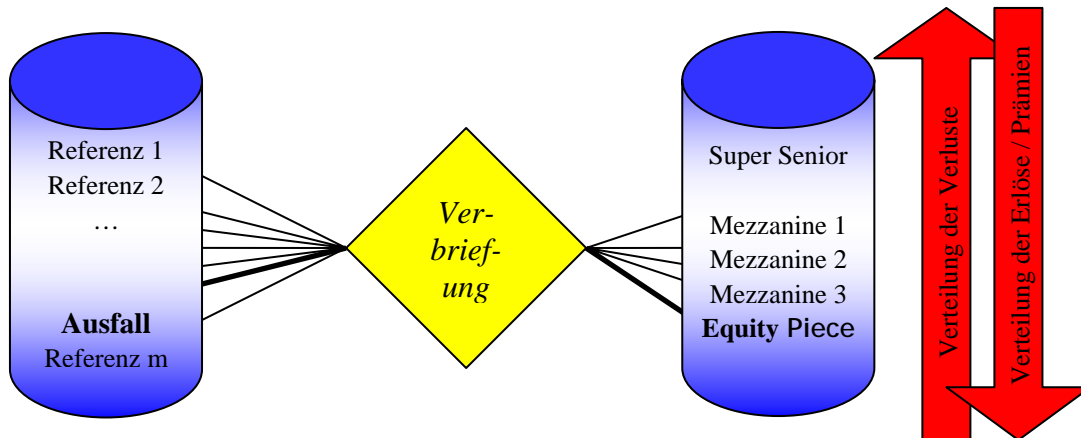
Grundstruktur einer Credit Spread Option



Eigene Darstellung.

Anhang XV:

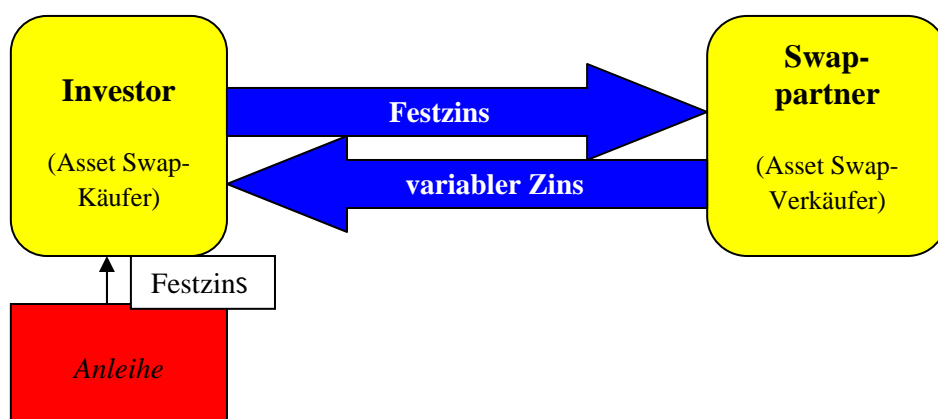
Schematische Wirkungsweise einer Collateralized Debt Obligation



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006), S. 47.

Anhang XVI:

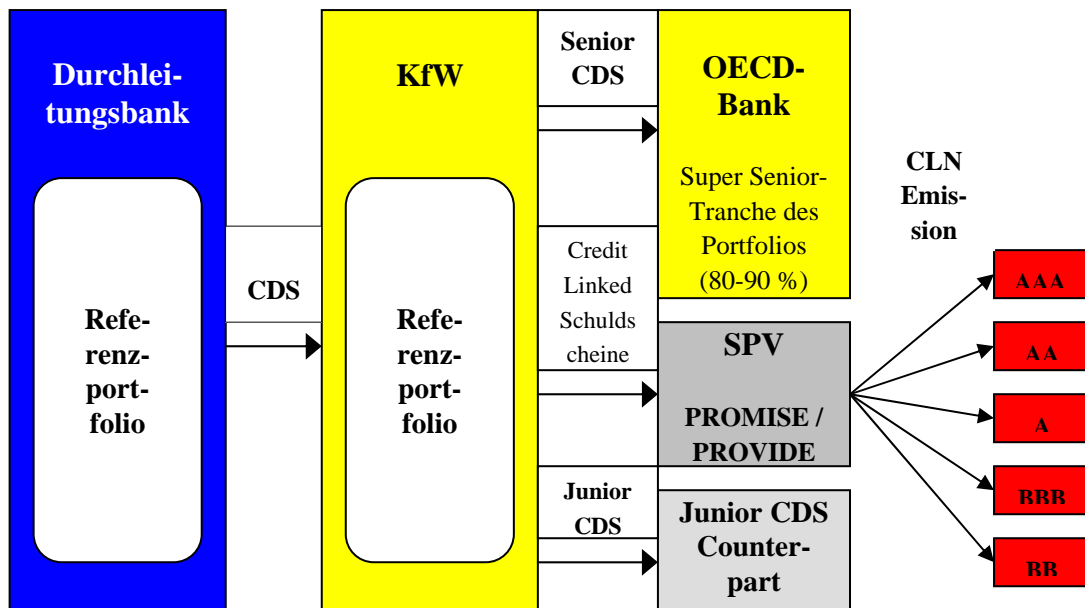
Grundstruktur eines Asset Swap



Eigene Darstellung.

Anhang XVII:

Grundstruktur der Promise- und Provide-Konzepte



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Böhm, H. / Glüder, D. (2003), S. 37.

Anhang XVIII:

Vorteilhaftigkeitsüberlegung zu den verschiedenen Produkten zum Kreditrisikomanagement:

	Risiko- separation	Risiko- trans- formation	Risiko- leverage	Trans- aktions- kosten	Kredit- nehmer- information
Kreditgarantien	Ja	Ja	Nein	?	Ja
Syndizierte Kredite	i.d.R. Nein	Nein	Nein	Hoch	Ja
Kreditverkäufe	Nein	Ja	Nein	Niedrig	i.d.R. Ja
Bond Trading	Nein	Nein	Nein	Niedrig	Nein
Asset Swaps	Ja	Nein	Nein	Niedrig	Nein
ABS- Transaktionen	Nein	Ja	Ja	Hoch	i.d.R. Nein
Kreditderivate i.e.S.	Ja	Ja	Ja	Niedrig	Nein
Synthetische CDO	Ja	Ja	Ja	Niedrig	Nein

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a), S. 119.

Literaturverzeichnis

- Anson, M. J. P. / Chen, R. / Choudhry, M. / Fabozzi, F. J. (2004)** „Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing“, New Jersey, 2004
- Barckow, A. / Beike, R. (2002)** „Risk-Management mit Finanzderivaten“, München, 2002
- Becker, H. P. / Peppmeier A. (2002)** „Bankbetriebslehre“, Ludwigshafen, 2002
- Benzler, M. / Nordhues H.-G. (2005)** „Vertragsdokumentation und Standardisierung“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P. / Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbacher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 217-236
- Besser, A. (1996)** „Funktion und Dynamik von Finanzinnovationen – Internationale Finanzmärkte im Wandel“, Wiesbaden, 1996
- Binder, I. (2005)** „ISDA-Dokumentation von Credit-Default-Swaps“ in: „Praktiker-Handbuch Asset-Backed-Securities und Kreditderivate – Strukturen, Preisbildung, Anwendungsmöglichkeiten, aufsichtliche Behandlung“ Gruber, J. / Gruber, W. / Braun, H. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 455-474
- Böhm, H. / Glüder, D. (2003)** „Neue KfW-Modelle – Innovationen im Fördergeschäft“ in: „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“, Ausgabe 12/2003, S. 36-41
- Bomfim, A. N. (2005)** „Understanding Credit Derivatives and Related Instruments“, London, 2005
- British Bankers' Association (2004)** „BBA Credit Derivatives Report 2003/2004“, London, 2004, Internetdokument: http://www.jmlsg.org.uk/content/1/c4/62/68/CD_report_03_04_Exec_Summary.pdf vom 11. April 2007, 12.30 Uhr
- British Bankers' Association (2006)** „BBA Credit Derivatives Report 2006“, London, 2006, Internetdokument: http://www.bba.org.uk/content/1/c4/76/71/credit_derivative_report_2006_exec_summary.pdf vom 11. April 2007, 12.45 Uhr
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (1999)** Rundschreiben 10/99: „Behandlung von Kreditderivaten im Grundsatz I gemäß §§ 10, 10a KWG und im Rahmen der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften“, 16. Juni 1999

- Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005)** „Entwicklungslinien des Marktes für Kreditderivate“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P. / Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbacher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 31-52
- Burghof, H.-P. / Henke, S. (2005a)** „Alternative Produkte des Kreditrisikotransfers“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P. / Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbacher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 105-120
- Burghof, H.-P. / Paul, S. / Rudolph, B. (2005)** „Kreditrisiken und Kreditmärkte“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P. / Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbacher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 3-29
- Chacko, G. / Dessain, V. / Motohashi, H. / Sjöman, A. (2006)** „Credit Derivatives – A Primer on Credit Risk, Modelling, and Instruments“ New Jersey (USA), 2006
- Chaplin, G. (2005)** „Credit Derivatives – Risk Management, Trading & Investing“, West Sussex (England), 2005
- Das, S. (2005)** „Credit Derivatives – CDOs and Structured Credit Products“ Third Edition, Singapore, 2005
- Deutsche Bundesbank (2004)** „Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität“, Monatsbericht April 2004
- Dülfer, C. (2005)** „Marktstruktur, Handelsplätze und Marktteilnehmer“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P. / Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbacher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 123-147
- DZ Bank (2005)** „VR Circle 2005-2: Zweite Multi-Seller-Transaktion zum Transfer gewerblicher Kreditrisiken erfolgreich durchgeführt – Genossenschaftsbanken verringern abermals Klumpenrisiken“ Pressemeldung vom 22.12.2005, Internetdokument: <http://www.dzbank.de/unternehmen/index.de> vom 13. Februar 2007, 12.40 Uhr
- DZ Bank (2007)** „VR Circle 2007-1 – Handbuch der DZ Bank“ (Stand 10. April 2007), Frankfurt am Main, 2007
- Effenberger, D. (2003)** „Kreditderivate: Implikationen für die Kreditmärkte“ in: „Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen Nr. 272“, Frankfurt am Main, 5. Juni 2003

- Eichhorn, M. / Eichhorn-Schurig, M. (2006)** „Kreditderivate: weiteres Wachstum, neue Strukturen“ in: „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“, Ausgabe 22/2006, S. 25-27
- Falloon, W. (1997)** „Freudian Analysis“ in: „Risk“, Vol. 10, No. 12, S. 60-62
- Fehr, B. (2007)** „Die Revolution im Kreditgeschäft“ in: „Frankfurter Allgemeine Zeitung“, Ausgabe 73/2007 vom 27. März 2007, S. 11
- Fehr, B. (2007a)** „Immer mehr Instrumente für den Risikotransfer“ in: „Frankfurter Allgemeine Zeitung“, Ausgabe 70/2007 vom 23. März 2007, S. 25
- Fehr, B. (2007b)** „Eurex startet den Handel mit Kreditderivaten“ in: „Frankfurter Allgemeine Zeitung“, Ausgabe 70/2007 vom 23. März 2007, S. 25
- Felsenheimer, J. / Gisdakis, P. / Zaiser, M. (2005)** „Der Handel mit Kreditrisiken wird erwachsen: DJ iTraxx – Schlüsselinstrument im Kreditrisikomanagement“ in: „Die Bank“, Ausgabe 5/2005, S. 61-65
- Fitch Ratings (2006)** „Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts“, September, 2006
- Flesch, J. R. (2006)** „Kredite über die Börse handeln“ in: „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“, Ausgabe 5/2006, S. 18-21
- Franke, G. (2005)** „Risikomanagement mit Kreditderivaten“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P. / Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbacher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 309-329
- Friedrich, J. / Mathweis, R. (2005)** „Neues Kapitel aufgeschlagen – Mit VR-Circle wird aktives Kreditrisikomanagement im Verbund möglich“ in: „Bankinformation“, Ausgabe 8/2005, S. 24-27
- Geilmann-Ebbert, A. / Heine, S. (2006)** „Kreditrisikotransfer im genossenschaftlichen Finanzverbund“ in: „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“, Ausgabe 21/2006, S. 13-16
- Gregory, J. (Hrsg.) (2004)** „Credit Derivatives – The Definitive Guide“, London, 2004
- Gruber, J. / Schmid, I. (2005)** „Kreditderivate – Marktentwicklung und Tendenzen“ in: „Praktiker-Handbuch Asset-Backed-Securities und Kreditderivate – Strukturen, Preisbildung, Anwendungsmöglichkeiten, aufsichtliche Behandlung“ Gruber, J. / Gruber, W. / Braun, H. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 3-17

- Hammer, T. (2003)** „Handel mit Krediten – Baukasten für Finanzkonstrukteure“ in: „Die Zeit“, Ausgabe 15/2003
- Herrmann, M. (2005)** „Collateralized Loan Obligations (CLOs)“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P./ Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbucher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 87-104
- Hohl, S. / Liebig, T. (1999)** „Kreditderivate – Ein Überblick“ in: „Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate – Quantifizierung und Management von Kreditrisiken, Strategien mit Kreditderivaten, bankaufsichtliche Anforderungen“ Eller, R. / Gruber, W. / Reif, M. (Hrsg.), Stuttgart, 1999, S. 499-525
- International Swaps and Derivatives Association (2003)** „2003 ISDA Credit Derivatives Definitions“
- Kern, M. (2003)** „Kreditderivate – Chancen auf dem Markt für Bonitätsrisiken“, Wiesbaden, 1. Auflage 2003
- KfW (Hrsg.) (2003)** „Mittelstandsförderung durch neue Kapitalmarktinstrumente“ in: „up.date – News für Investoren“ Frankfurt am Main, 2003
- Koneberg, M. (2007)** „Branchen- und Größenrisiken reduzieren – Steuerung von Kreditportfolios mit innovativen Instrumenten“ in: „Geno“, Ausgabe 4/2007, S. 27-29
- Kremers, T. (2007)** „Kreditderivate und Structured Credit – Ein Kompendium“, Stuttgart, 2007
- Krüger, M. (2005)** „Führungsposition ausgebaut – Vierte Multi-Seller-Verbriefung des Finanzverbunds erstmals mit kleingewerblichen Immobilienkrediten“ in: „Bankinformation“, Ausgabe 8/2005, S. 30-31
- Lachnit, S. (2005)** „Immer attraktiver – Verbriefung schafft neue Handlungsspielräume im Markt / Aufwand sinkt durch Standardisierung“ in: „Bankinformation“, Ausgabe 8/2005, S. 12-15
- Landry, S. / Radeke, O. (1999)** „Kreditderivate in der Praxis“ in: „Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate – Quantifizierung und Management von Kreditrisiken, Strategien mit Kreditderivaten, bankaufsichtliche Anforderungen“ Eller, R. / Gruber, W. / Reif, M. (Hrsg.), Stuttgart, 1999, S. 527-574

- Lause, S. (2005)** „Einfache und exotische Strukturen von Kreditderivaten“ in: „Praktiker-Handbuch Asset-Backed-Securities und Kreditderivate – Strukturen, Preisbildung, Anwendungsmöglichkeiten, aufsichtliche Behandlung“ Gruber, J. / Gruber, W. / Braun, H. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 19-59
- Leibholz, M. / Tzani, R. (2004)** „Credit Linked Notes“ in: „Credit Derivatives – The Definitive Guide“ Gregory, J. (Hrsg.), London, 2004, S. 431-449
- Lindemann, J. / Martiné, M. (2005)** „Wenig Aufwand für weniger Risiko – VR Circle als praxisgerechtes Instrument zum Risikotransfer in der Groß-Gerauer Volksbank“ in: „Bankinformation“, Ausgabe 8/2005, S. 28-29
- Marshall, L. (2004)** „ISDA’s role in the credit derivatives marketplace“ in: „Credit Derivatives – The Definitive Guide“ Gregory, J. (Hrsg.), London, 2004, S. 423-430
- Martin, M. R. W. / Reitz, S. / Wehn, C. S. (2006)** „Kreditderivate und Kreditrisikomodelle – Eine mathematische Einführung“, Wiesbaden, 2006
- Mathweis, R. / Ridder, T. (2007)** „Vom Pilotangebot zur etablierten Plattform – VR Circle kommt gut an“ in: „Bankinformation“, Ausgabe 2/2007, S. 28-31
- Minton, B. A. / Stulz, R. / Williamson, R. (2005)** „How much do banks use credit derivatives to reduce risk?“ Working Paper 11579, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2005
- Müller, F. (2000)** „Kreditderivate und Risikomanagement“, Frankfurt am Main, 1. Auflage 2000
- Murphy, E. (2004)** „Overview of the CDO market“ in: „Credit Derivatives – The Definitive Guide“ Gregory, J. (Hrsg.), London, 2004, S. 157-167
- Neske, C. (2005)** „Grundformen von Kreditderivaten“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P. / Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbacher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 55-69
- Nitzlader, G. / Senz, R. (2007)** „Neuer Index – Neue Instrumente“ in: „Euro am Sonntag“ Ausgabe 10/2007 vom 11. März 2007, S. 13
- Norden, L. (2005)** „Erkenntnisse zum Kreditrisikotransfer in der Bankpraxis: Strukturierte Interviews mit Marktteilnehmern“, Mannheim, 2005
- o. V. (2007)** „Eurex startet Handel mit Kreditderivaten“ in: „Finanzbetrieb“ Ausgabe 2/2007, S. 138

- Offermann, C. (2001)** „Kreditderivate – Implikationen für das Kreditportfoliomanagement von Banken“, Köln, 2001
- Oriwol, D. (2005)** „Kreditderivate – Wirkungsweise und Einsatz im Kreditportfoliomanagement unter Erfolgsgesichtspunkten“, Berlin, 2005
- Overbeck, R. (2005)** „Im Kreislauf – Risikotransfer durch Pooling illiquider Firmenkundekredite mit WGZ-Loop“ in: „Bankinformation“, Ausgabe 8/2005, S. 20-23
- Rösch, D. (2001)** „Transfer von Kreditrisiko“ in: „Kreditpraxis“ Ausgabe 01/2001, S. 8-13
- Schmidt, M. (2006)** „Derivative Finanzinstrumente – Eine anwendungsorientierte Einführung (3. Auflage)“, Stuttgart, 2006
- Schüler, M. (2005)** „Kreditindizes: Die Erschließung neuer Dimensionen von Liquidität, Transparenz und Relative Value in Kredit“ in: „Praktiker-Handbuch Asset-Backed-Securities und Kreditderivate – Strukturen, Preisbildung, Anwendungsmöglichkeiten, aufsichtliche Behandlung“ Gruber, J. / Gruber, W. / Braun, H. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 77-90
- Schwab, P. (2005)** „Financial Engineering mit Kreditderivaten“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P. / Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbacher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 347-362
- Watzinger, H. (2005)** „Einsatz von Kreditderivaten zur Eigenmitteloptimierung“ in: „Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis (2. Auflage)“ Burghof, H.-P. / Henke, S. / Rudolph, B. / Schönbacher, P. J. / Sommer, D. (Hrsg.), Stuttgart, 2005, S. 331-346
- Weber, M. (2002)** „Bewertung und Eigenkapitalunterlegung von Kreditderivaten – Risikoadäquate Konzepte zur Preisbestimmung und für bankenaufsichtsrechtliche Regelungen“, Wiesbaden, 2002

Verfasser:

Dipl.-Betriebswirtin (BA) Olivia Pastari, VR-Bank eG Schopfheim-Maulburg

Dipl. Kfm. Franz Josef Untenberger, Volksbank eG Villingen-Schwenningen

Dozent an der Berufsakademie Villingen-Schwenningen

Tel.: 07721/802-1764

Email: FranzJosefUntenberger@Volksbank-Villingen.de

Bisher sind in der Schriftenreihe folgende Bände erschienen:

- Nr. 01/04 Chancen und Risiken von Hedge Funds als Anlagekategorie
Prof. Dr. Wolfgang Disch und Dr. Roland Füss
- Nr. 02/04 Asset Securitisation – Die Verbriefung bankeigener Forderungen als neue Herausforderung für Genossenschaftsbanken
Dipl. Betriebswirt (BA) Stephanie Burger und Dipl. Franz Josef Untenberger
- Nr. 03/06 Auswirkungen von Basel II auf die Finanzierung mittelständischer Unternehmen im genossenschaftlichen Sektor
Dipl. Betriebswirt (BA) Beate Wiertzbiki und Dipl. Franz Josef Untenberger