

GASTBEITRAG

Kreditrisikotransfer über Börsen bietet zahlreiche Vorteile

VON JOHANN RUDOLF FLESCHE

Börsen-Zeitung, 3.8.2010

War der Ruf nach einer neuen, die Ursachen der Krise an der Wurzel packenden globalen Finanzmarktordnung im Jahr 2008 noch laut und radikal, so muss heute die Frage gestellt werden, ob außer den akuten Hilfsmaßnahmen wirklich entscheidende Veränderungen erreicht wurden. Die weltweiten Ungleichgewichte in Zahlungsbilanzen, Haushaltsdefiziten und Geldversorgung sind nicht geringer geworden, ja durch die Krisenbewältigung noch gestiegen.

Wenn tatsächlich die Blase bei den Gewerbeimmobilien platzt, die enorme Staatsverschuldung bei immer mehr Gläubigern neu bewertet wird, Firmeninsolvenzen weiter ansteigen und aus all diesen Effekten der Finanzsektor eine erneute Abwertungsspirale nach unten vor sich hat, so sind die Finanzmärkte auf Lösungen angewiesen, die bislang allerdings kaum erkennbar sind. Die nachstehenden Überlegungen sind ein Versuch, einen Beitrag zu solchen Lösungen zu formulieren.

Für viele Analysten der Finanzmarktkrise der Jahre 2007 ff. gilt es als ausgemacht, dass der in den letzten Jahren entwickelte Kreditrisikotransfer nicht nur der Auslöser, sondern das Kernproblem der Krise darstellt und das gesamte Finanzmarktssystem gefährdet hat. Zwar hat der Transfer von Risiken in der bisher entwickelten Form auf der Basis komplexer Wertpapiertransaktionen, der damit verbundenen Intransparenzen und kaum standardisierten Over-the-Counter-(OTC)-Instrumente die krisenhaften Entwicklungen ausgelöst, daraus kann aber keineswegs abgeleitet werden, dass der Transfer von Kreditrisiken an sich destabilisierend wirkt und ökonomischen Schaden verursacht.

Nicht nur im Interesse der Bank

Grundsätzlich begrüßen Ökonomen und Aufsichtsbehörden – auch im Licht der aktuellen Krise – die Handelbarkeit von Krediten als positives Element einer freien Wirtschaftsordnung. So schrieb die Bundesbank: „Entwickelte, liquide Märkte für den Transfer von Kredit-

risiken 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.“ Instrumente und Märkte zum Transfer von Adressausfallrisiken liegen damit sowohl im Interesse der einzelnen Bank als auch im Interesse derjenigen Institutionen, die für die Entwicklung und Stabilität der Finanzmärkte durch gesetzliche Rahmenbedingungen oder auch aufsichtsrechtliche Regelungen zu sorgen haben und schließlich im volkswirtschaftlichen Interesse.

Es muss aber gelingen, diesen Transfer für die Zukunft so zu organisieren, dass die Stabilität des Finanzsystems nicht gefährdet wird und auch andere positive Effekte des Risikotransfers wirksam werden.

Abgestimmter Plan fehlt

Gegenwärtig wird eine Vielzahl von Bausteinen für eine neue globale Finanzmarktordnung diskutiert, deren Ausgestaltung unterschiedliche Grade der Konkretisierung erreicht hat. Da es keine internationale „Finanzmarktverfassung“ gibt, fehlt demgemäß auch ein abgestimmter Bebauungsplan, und die konkreten Ausprägungen werden je nach wirtschaftspolitischer Interessenlage in den einzelnen Wirtschaftsregionen der Welt umgesetzt. Ein Element, das immer wieder diskutiert wird, ist die Abwicklung von mehr Finanzgeschäften über regulierte Marktplätze, insbesondere geht es dabei um die Transaktionen des Adressrisikotransfers.

Für die Abwicklung solcher Transaktionen kann die Lösung zur Überwindung der in der Krise aufgetretenen Defizite tatsächlich in der Einrichtung eines regulierten Marktplatzes, einer Kreditbörse, liegen. Damit würde der Staat einer wichtigen ordnungspolitischen Aufgabe nachkommen, welche im Gestalten von stabilen Rahmenbedingungen für einen Austausch von Angebot und Nachfrage auf Wettbewerbsmärkten liegt. Ein solcher Ansatz reduziert auch die aufsichtsrechtliche

Regelungsfülle, die ansonsten Verbote und komplexe Vorschriften für Produkte, Geschäftsarten und zur Transparenzschaffung hervorbringen würde. Die wieder ernsthafte Umsetzung von Ordnungspolitik in diesem Sinne kann insbesondere von liberalen politischen Kräften erwartet werden. Darüber hinaus hat mit dem deutschen Börsengesetz die ordnungspolitische Aktivität des Staates eine lange und bewährte Tradition, deren Vorteile auch zur Gestaltung der Zukunft genutzt werden müssen.

Komplexität reduzieren

Auch wenn das Geschäftsmodell der in den letzten Jahren vorbereiteten Börse von Anfang an konzeptionell auf True-Sale-Überlegungen beruhte, so verstärken die Erfahrungen aus der aktuellen Kreditmarktkrise die Argumente für den Aufbau eines Marktsegments, über das der tatsächliche Verkauf von Bankkrediten organisiert wird. Realisiert werden könnten dadurch folgende Vorteile:

1.Grundsätzlich ist der gänzliche oder teilweise Verkauf eines in den Büchern von Banken befindlichen, vom Risikogehalt aber nicht erwünschten Kredits die einfachste Transaktion, um einen Risikotransfer herzustellen. Aus vielerlei Gründen – wenn auch mit unterschiedlichen Ausprägungen in den nationalen Märkten – war dies aber bisher die am schwierigsten rechtssicher und zu ökonomisch attraktiven Transaktions- und Informationskosten durchzuführende Transferaktion. Dies hat sich in Deutschland durch viele neue Regelungen, die der Gesetzgeber eingeführt hat, um die Entwicklung dieses Marktes zu fördern, geändert, und diese Grundüberlegungen kann eine Kreditbörse konsequent weiterentwickeln.

2.Die Komplexität des Adressausfallrisikotransfers wird durch diese Art von Geschäften über die Börse drastisch reduziert, da tatsächlich nur der Austausch in Produkten erfolgt, die auch die bekannten originären Produkte sind.

Eigenkapitalentlastung

3.Die aufsichtsrechtliche Eigenka-

pitalentlastung beim Verkaufenden stellt sich tatsächlich in Höhe des Anrechnungsbetrages des verkauften Kredites ein, sodass Eigenkapital für neue Geschäfte aufsichtsrechtlich wieder zur Verfügung steht.

4. In Höhe des verkauften Kreditbetrages fließt dem Verkäufer Liquidität zu, die er entsprechend seinem gewünschten Risiko-Return-Verhältnis wieder investieren kann.

5. Gefahren, die dem Risikotransfer mit synthetischen Risiken zunehmend zugeschrieben werden, könnten vermieden oder deutlich reduziert werden: Kontrahentenrisiko des Sicherungsgebers, Rechtsrisiko über das einzelvertraglich definierte Kreditereignis und schließlich das operationelle Risiko der technischen Abwicklung.

Eine öffentlich-rechtliche Börse basiert auf den bewährten Funktionen eines geregelten Marktplatzes und beseitigt die Funktionsdefizite des heutigen Kredithandelsmarktes oder mindert diese zumindest deutlich.

Transparente Regeln

Die Vorteile eines solchen öffentlichen Marktplatzes in Form einer Kreditbörse liegen vor dem Hintergrund der vielfach geschilderten Entwicklungen und absehbaren Herausforderungen auf der Hand, insbesondere wird sie getragen vom Gedanken der Komplexitätsreduzierung:

Der Risikotransfer erfolgt nach klaren, in einer Börsenordnung hinterlegten Regeln, zu deren Einhaltung sich jeder Börsenteilnehmer verpflichtet und die im Interesse des Funktionierens dieses Marktplatzes möglichst einfach und transparent gehalten sind.

2. Die Zuverlässigkeit der Börsenteilnehmer wird bei ihrer Zulassung zur Börse sichergestellt, sodass ein Geschäftspartnerrisiko weitestgehend minimiert wird.

3. Gleichzeitig wird die Beziehung der Verkäuferbank zu den Kreditnehmern als ihren Kunden bestmöglich geschützt. Einerseits wird durch eine Verzichtserklärung vermieden, dass Banken nicht anonymisierte Daten zur Kundenakquise nutzen, andererseits bleibt die verkaufende Bank immer der Ansprechpartner des Kunden.

4. Das vorgesehene Transferverfahren wiederum fußt auf der Hausbankbeziehung zwischen Bank und Kunde, die für die gesamte Laufzeit des Kredits durch die Börsenordnung geschützt und über einen definierten Selbstbehalt gefestigt ist. Gleichzeitig macht der Selbstbehalt den „Moral Hazard“ wenig attraktiv, verbindet aber auf der anderen Seite das bewährte Hausbankprinzip mit den sinnhaft organisierten Möglichkeiten einer Risikodiversifikation im Bankensystem.

5. Die Börse sorgt für eine Standar-

disierung der an ihr gehandelten Produkte, sodass eine weitgehende Homogenität des gehandelten Gegenstandes sichergestellt wird und Informationskosten für Anbieter und Nachfrager gesenkt werden. Abgesehen von dem eigentlichen Handel der Kredite kann eine Bank auch dadurch eine kostengünstigere externe Validierung ihres bankinternen Ratings erhalten.

Risikoadäquate Bepreisung

6. Ein transparenter Preisstellungsmechanismus wird die risikoadäquate Bepreisung verbessern und dadurch die effiziente Allokation von Kapital fördern.

7. Die Abwicklung der Geschäfte über eine elektronische Börsenplattform mit entsprechenden Volumina wird die Transaktionskosten des Risikotransfers senken und ist in definierten Abläufen sichergestellt. Kreditbearbeitung und Berichterstattung erfolgen gleichfalls in festgelegten und transparenten Prozessen. Darüber hinaus kann die Börse jederzeit für alle über ihre Plattform laufenden Transaktionen Transparenz herstellen.

Die Kreditbörse bietet sowohl denjenigen, die Risiken absichern (Hedger), als auch denen, die bewusst Risiken eingehen wollen (Spekulant), als auch denjenigen, die Marktunvollkommenheiten ausnutzen wollen (Arbitrageure), die Geschäftsmöglichkeiten, welche die Effizienz von Geld- und Kapitalmärkten erhöhen. Durch solch einen Risikotransfer wäre eine bessere Risikoverteilung möglich, was die Gefahren einer „Kreditklemme“ verringern und einen wesentlichen Beitrag zur Stabilisierung der Mittelstandsfinanzierung leisten würde.

Risikokonzentration droht

Für die deutsche Kreditwirtschaft mit ihren „mittelständischen Universalbanken“ (Sparkassen und Volks- und Raiffeisenbanken) mit regionaler Konzentration und in ihrem Umbruch zur funktionalen Arbeitsteilung bringt der Transfer von Kreditrisiken erheblichen Nutzen.

Die Konzentration dieser mittelständischen Universalbanken auf ihre Region hat neben den Vorteilen der tiefen Kenntnis des Geschäfts in dieser Region und der damit meist verbundenen starken Marktstellung den Nachteil, dass man in der regionalen Struktur und Konjunktur eingeschlossen ist. Die Besonderheiten der in der jeweiligen Region vorzufindenden Konzentration der Wirtschaftszweige können zu einer Risikokonzentration im Kreditportefeuille führen, welche die Risikotragfähigkeit der Bank übersteigt. Weist die regionale Wirtschaftsstruktur eine Konzentration von Problembranchen auf, so können die Auswirkungen der dadurch ausgelö-

sten regionalen Wirtschaftsentwicklung über die Erhöhung der Risiken im Firmenkundengeschäft hinausgehen und auch die Kreditrisiken des Privatkundengeschäfts deutlich erhöhen.

Neue Geschäftsmöglichkeiten

Die starke Stellung der Bank vor Ort kann auch dazu führen, dass aus der Bindung an einige bedeutende Firmenkunden sich Größenordnungen an Kreditrisiken ergeben, die ihre Risikotragfähigkeit übersteigen. Will die Bank ihre Positionierung im regionalen Bankenmarkt nicht gefährden, so kann sie eine Übernahme der Risiken aus der im Übrigen attraktiven Kundenbeziehung nicht ablehnen, was aber im Kreditportefeuille zu einer Risikokonzentration allein durch die Engagementshöhe führt.

Gleichfalls besteht die Kopplung des Finanzierungsbedarfs des Kunden an die Investitionsbereitschaft der Bank in genau diesem nachgefragten Kredit. Ein aktives Management der Adressausfallrisiken mit entsprechenden Transfermöglichkeiten ermöglicht ein Entkoppeln dieses Zusammenhangs. Dies eröffnet neue Geschäftsmöglichkeiten mit demselben oder anderen Kunden unter Risiko-, Liquiditäts- und Eigenkapitalgesichtspunkten und ermöglicht eine noch bessere Marktdurchdringung.

Das Scheitern der RMX

An einem den voranstehenden Überlegungen entsprechenden Marktplatz als öffentlich-rechtliche Börse hat seit 2005 die RMX AG (Risk Management Exchange) in Hannover gearbeitet. Anfänglich initiiert vom Land Niedersachsen, das früh den volkswirtschaftlichen Nutzen erkannte und über das Wirtschaftsministerium die Börsenaufsicht führte, wurde über Jahre eine Kreditbörse entwickelt. Gehandelt werden sollten als innovative Produkte „Creparts“ („Credit Participations“), die einen Teil eines gesamten Kredits darstellen und über die Plattform der Börse als True-Sale ver- oder gekauft werden können. Die Entwicklungen waren keineswegs nur konzeptionell, sondern bis zur konkreten Produktentwicklung gediehen.

Warum ist diese innovative Initiative gescheitert? Obgleich die Entwicklungen weit fortgeschritten waren, musste die RMX im Frühjahr 2009 Insolvenz anmelden, bevor der Börsenhandel eröffnet werden konnte. Welches können die Gründe gewesen sein?

Mögliche Ursachen

In Frage kommen zunächst in der Börse selbst liegende Ursachen:

– Juristische Gründe: Das unter

der Börsenaufsicht entwickelte Regelwerk hat im Vorfeld alle juristischen Fragen geklärt und schließlich gezeigt, dass es keine juristischen Hinderungsgründe gab.

– Datensicherheit: Alle den deutschen Datenschutzgesetzen unterliegenden Sachverhalte wurden durch mehrere Gutachten bewertet und so gestaltet, dass die gesetzlichen Vorgaben durch die Ausgestaltungen erfüllt werden.

– Technische Börseplattform: Die technische Börseplattform wurde unter der unternehmerischen Führung der T-Systems gemeinsam mit Spezialanbietern entwickelt und in einem Hochsicherheitsrechenzentrum installiert. Mit zahlreichen Kreditinstituten wurde ein Testbetrieb gefahren, in dem die Plattform bis zur Produktionsreife ausgebaut wurde. In technischer Hinsicht wurden keine Probleme identifiziert, die einen Einsatz verhindert hätten.

– Praktikabilität des Produktes: Die Testphase mit den Kreditinstituten und das Abwickeln von Testgeschäften über das Produkt „Creparts“ haben gleichfalls gezeigt, dass das Produkt bei der Bearbeitung in den teilnehmenden Banken, dem Handel auf der Plattform, in seiner Abwicklung und schließlich über die Laufzeit hinsichtlich der Verrechnungs- und Reportinganforderungen den Anforderungen der Praxis entsprach.

– Börsengebühren: Von neutralen Gutachtern vorgenommene Vergleiche mit alternativen Transfermechanismen – wie sie von Landesbanken und Zentralbanken angeboten werden – haben gezeigt, dass mit dem von der RMX entwickelten Gebührenmodell eine wettbewerbsfähige Lösung angeboten wurde.

Verhinderungspolitik

Ursächlich für das Scheitern war aber offensichtlich eine Verhinderungspolitik der Kreditwirtschaft, wofür sich folgende Argumente finden lassen:

– Die Marktmacht des angloamerikanischen Investment Banking hat dazu geführt, dass der Transfer von Kreditrisiken durch diese Banken dominiert wurde. Diese Institute wollten die Geschäfte über ihre eigenen Gewinn- und Verlust-Rechnungen abwickeln und damit an den regulierten Märkten vorbei. Daher liefen OTC-Transaktionen für syntheti-

schen Risikotransfer mit Derivaten und Portfoliozusammenstellungen für Wertpapiertransaktionen fast ausschließlich über diese Häuser. Diese Banken setzen aktuell den internationalen Bemühungen, mehr Geschäft über Börsen abzuwickeln, den größten Widerstand entgegen.

Emotional geführte Diskussion

– In Deutschland wurde der Markt durch große private Geschäftsbanken in Gang gesetzt, die gleichfalls von der amerikanischen Investmentbank-Philosophie getragen waren und sich daher gleich verhielten.

– Schließlich versuchten die Zentralinstitute der Verbände der Sparkassen und Kreditgenossenschaften, den schnell wachsenden Markt des Kreditrisikotransfers im jeweiligen Verbund analog über ihre Gewinn- und Verlust-Rechnungen abzuwickeln, und waren daher gleichsam keine Förderer eines regulierten Marktplatzes. Außerdem schlossen sich die Verbandsvorstände der emotional geführten Diskussion insbesondere über den Verkauf von privaten Wohnungsbaukrediten an sogenannte Heuschrecken an, indem sie die Parole ausgaben, dass „Sparkassen und Volksbanken ihre Kunden nicht verkaufen“.

– Ein weiteres gewichtiges Hindernis ist die Geschäftsphilosophie des Bankenkreditgeschäfts in Kontinentaleuropa und speziell in Deutschland, wo bis heute eine heftige Diskussion über die Verbindung von vertrauensvoller Hausbankbeziehung und notwendigem Kreditportfoliomanagement geführt wird.

Was die Krise lehrt

Insgesamt muss aus der Prüfung dieser Punkte der Schluss gezogen werden, dass die Gründe für das Scheitern nicht in Problemen des Börsenkonzepts selbst und dessen praktischer Umsetzung gelegen haben, sondern dass die Bankenbranche eine Bedrohung ihrer bisher entwickelten Geschäftsmodelle für den Risikotransfer durch einen öffentlich regulierten Marktplatz gesehen hat. Die Brancheninteressen haben selbst alle Anschlagaktivitäten durch die niedersächsische Landesregierung überwunden, die ohne eine Unterstützung auf Bundesebene diese Initiative nicht umsetzen konnte.

Die Krise lehrt, dass die bisherigen

vom Staat gesetzten Rahmenbedingungen insbesondere für den Finanzsektor einer tiefgreifenden Überarbeitung bedürfen. Dazu zählen neben der Schaffung von regulierten Marktplätzen oder Börsen z. B. die Sicherstellung von tatsächlich effektiven aufsichtsrechtlichen Regelungen sowie die Standards zur Rechnungslegung.

Aber auch nach der Krise und in der Diskussion über die Kreditklemme und zur Wiederbelebung des Kreditrisikotransfers wird das entwickelte Börsenkonzept nicht von den genannten Interessengruppen unterstützt, sondern man versucht, die alten Transferwege der Verbriefungen wieder in Gang zu setzen, ohne deren Gefahren beseitigt zu haben.

Mangel an Unterstützung

Die Erkenntnis, dass der geschilderte Marktplatz nahezu alle aktuellen Forderungen der internationalen Aufsichtsgeber erfüllt, konnte sich bisher nicht durchsetzen. Auch von denjenigen, die in Deutschland auf der Basis des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes nach neuen Rahmenbedingungen suchen müssten, war bisher keine Unterstützung zu erkennen. Es ist zu hoffen, dass die vielerorts eingesetzten Expertenkommissionen in Börsen einen wesentlichen Baustein zur Schaffung einer stabilen Finanzmarktordnung sehen werden. Auch die US-Aufsicht und die EU-Kommission diskutieren die Umleitung großer Teile des OTC-Geschäfts auf Börsen.

Eine Inangangsetzung organisierter Marktplätze im Sinne eines „öffentlichen Gutes“ kann nach den geschilderten Erfahrungen national wie international nur durch die Politik selbst erfolgen. Solche marktgerechten Lösungen hätten weiterhin den Vorteil, dass sie länderübergreifend wie heutige Börsen einsetzbar wären, denn sie sind einfach, transparent, schnell anpassungsfähig und auf der Grundlage einheitlicher Standards von hohem Nutzen für Marktteilnehmer und Aufseher.

.....
Johann Rudolf Flesch, Partner der Beratungsgesellschaft RISK-Balance und Lehrbeauftragter der Leibniz Universität Hannover