

Hans-Peter Burghof/Bernd Rudolph  
Klaus Schäfer/Philipp J. Schönbacher  
Daniel Sommer (Hrsg.)

# Kreditderivate

Handbuch  
für die Bank- und Anlagepraxis

3. Auflage



SCHÄFFER  
POESCHEL



---

Hans-Peter Burghof/Bernd Rudolph/  
Klaus Schäfer/Philipp J. Schönbacher/  
Daniel Sommer (Hrsg.)

# Kreditderivate

**Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis**

3., überarbeitete Auflage

2015  
Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

---

*Herausgeber*

Prof. Dr. Hans-Peter Burghof, Lehrstuhl für Bankwirtschaft und  
Finanzdienstleistungen, Universität Hohenheim, Stuttgart

Prof. Dr. Bernd Rudolph, Fakultät für Betriebswirtschaft,  
Ludwig-Maximilians-Universität, München

Prof. Dr. Klaus Schäfer, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre I:  
Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre, Universität Bayreuth

Prof. Dr. Philipp J. Schönbucher, Department Mathematik,  
Eidgenössische Technische Hochschule, Zürich

Dr. Daniel Sommer, KPMG AG,  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie;  
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

E-Book ISBN 978-3-7992-6756-4

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung  
außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages  
unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen  
und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2015 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH  
[www.schaeffer-poeschel.de](http://www.schaeffer-poeschel.de)  
[info@schaeffer-poeschel.de](mailto:info@schaeffer-poeschel.de)

Einbandgestaltung: Willy Löffelhardt  
Satz: Johanna Boy, Brennborg

Februar 2015

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart  
Ein Tochterunternehmen der Haufe Gruppe

## Vorwort zur dritten Auflage

Die Märkte für Kredite und Kreditrisiken sind seit der internationalen Finanzkrise massiven Veränderungen ausgesetzt. Die Reaktionen der Marktteilnehmer ebenso wie die seit 2008 anschwellenden Aktivitäten des Gesetzgebers und der Bankenaufsicht auf internationaler, europäischer und nationaler Ebene haben auf die Organisation und Bedeutung einzelner Marktsegmente eingewirkt. Die Anpassungsmaßnahmen der Investoren wie der Kreditnehmer haben in ihrer Gesamtheit dazu geführt, dass heute wieder verstärkt Finanzinstrumente nachgefragt werden, die die Angebotslücke der Banken bei der Kreditvergabe zu kompensieren versuchen:

- So hat beispielsweise im Frühjahr 2014 die Europäische Zentralbank auf die Vorzüge von Asset Backed Securities (ABS)-Finanzierungen aufmerksam gemacht, so dass in Europa in absehbarer Zeit eine Wiederbelebung der ABS-Märkte erwartet wird.
- Zur gleichen Zeit hat die Europäische Kommission die Auflegung langfristig orientierter Kreditfonds zur Infrastrukturfinanzierung vorgeschlagen, die vergleichbar den Alternative Investment-Fonds agieren und möglicherweise sogar Kredite selbst werden originieren können.
- In Deutschland hat wegen der Zurückhaltung der Banken bei der Unternehmensfinanzierung der Markt für Mittelstandsanleihen einen beachtlichen Aufschwung zu verzeichnen gehabt, der seit Jahresbeginn 2014 allerdings kritischer betrachtet wird, weil eine ganze Zahl von Emissionen herabgestuft wurden und andere ausgefallen sind.

Die Beispiele zeigen, dass in dem veränderten Umfeld nach der Finanzkrise die Kreditversorgung der Wirtschaft neue Instrumente erforderlich macht, die jenseits des traditionellen Kredit- und Anleihegeschäfts Mittel mobilisieren können.

Ein wichtiges Instrument zur Absicherung und zum Transfer von Kreditrisiken waren vor der Finanzkrise Kreditderivate. Diese Instrumente sind durch die Subprime-Krise in den USA, als verschiedene Sicherungsgeber ausgefallen sind, sowie durch die Schuldenkrise in Griechenland, als Kreditderivate für die drohende Staatspleite verantwortlich gemacht wurden, in Misskredit geraten. Dabei waren in den USA letztlich die Immobilienblase und im Fall Griechenland die Zahlungsbilanzsituation für die Verwerfungen ursächlich. Die Preise für Kreditderivate hatten auf Ausfallrisiken hingewiesen, die in der damaligen Situation als Bedrohung und Benachteiligung des Schuldnerlandes gesehen wurden. Die weitere Entwicklung hat der Preisbildung weitgehend Recht gegeben, aber zunächst einmal trotz der positiven Befunde der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Deutschen Bundesbank den Reputationsschaden nicht beheben können.

Heute nach einem Abklingen der Krise ist es Zeit, die finanzwirtschaftlichen Grundlagen des Marktes für Kreditderivate erneut umfassend aufzuarbeiten, um die Marktkräfte verstehen und seine Vorteile und Risiken beurteilen zu können. Daher haben sich die Herausgeber zu einer Neuauflage des Handbuchs Kreditderivate entschieden. Gegenüber der ersten und zweiten Auflage müssen dabei die damaligen Fehlentwicklungen aufgezeigt und die neueren Marktentwicklungen und Regulierungsanpassungen herausgearbeitet werden.

Dass diesem Anspruch entsprochen werden kann, ist maßgeblich den Autoren aus Wissenschaft und Praxis zu verdanken, die sich mit den neuen Entwicklungen an den Märkten für Kreditderivate beschäftigen. Sie haben sich mit großem Engagement ihrer Beiträge angenommen. Wir möchten an dieser Stelle aber nicht nur den Autoren der nun vorliegenden Neuauflage, sondern auch den Autoren der Voraufgaben danken, auf deren Vorarbeiten wir aufsetzen konnten und die dem Handbuch zu seinem Stellenwert erst verholfen haben.

Der Dank der Herausgeber gilt auch der Kollegin Sabine Rodt, Hochschule München, die die beiden Voraufgaben als Mitherausgeberin maßgeblich mitgestaltet hat. Die Federführung des Handbuchs wechselte zum Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre an der Universität Bayreuth. Dort hat Christine Landmann im Sekretariat wie gewohnt viele Arbeiten hervorragend erledigt und koordiniert, zu Beginn teilweise unterstützt von Dr. Alexander Rauch, einem ehemaligen Mitarbeiter des Lehrstuhls, und von studentischen Hilfskräften. Herzlichen Dank dafür!

Frau Ass. jur. Marita Mollenhauer, Mitglied der Geschäftsleitung des Schäffer-Poeschel Verlags GmbH, hat wie bei den Voraufgaben das Handbuch betreut, wofür wir ebenfalls sehr dankbar sind.

Bayreuth  
im Herbst 2014

Die Herausgeber  
Hans-Peter Burghof  
Bernd Rudolph  
Klaus Schäfer  
Philipp J. Schönbacher  
Daniel Sommer

## Vorwort zur zweiten Auflage

Die erste Auflage des Handbuchs Kreditderivate war durch die hohen Erwartungen motiviert, die von vielen Seiten an die neuen Märkte für Kreditrisiken herangetragen wurden. Durch Kreditderivate sollten das Risiko- wie das Asset- und Portfoliomanagement eine ganz neue Dimension erhalten. Die traditionelle Kreditbank würde sich in ein nach portfoliotheoretischen Gesichtspunkten optimiertes Portefeuille von Kreditrisiken wandeln, zu einer »virtuellen« Bank mutieren. Aus einem Block illiquider Assets auf den Büchern der Bank wurden attraktive Risikotitel, zu denen die Bank als Originator den Zugang in den Händen hält.

Auch wenn manche Entwicklungen dann anders verlaufen sind als erwartet: Der Markt für Kreditderivate hat keinesfalls enttäuscht. Betrachtet man die bloßen Zahlen, so sind auch die deutschen Banken mit einem für Ultimo 2003 bilanzierten Nominalvolumen von etwa 600 Milliarden Euro über ein Versuchsstadium weit hinaus. Unsere Befragung Anfang 2000 ergab gerade ein Zehntel dieses Betrags, und war für einige Institute unserem Eindruck nach Anlass, sich erstmalig überhaupt über dieses Geschäft Rechenschaft abzulegen. Der Wandel des Kreditderivategeschäfts von einer kaum reponierten Spezialität zu einem der wichtigsten Geschäftsblöcke im Risikobericht der Jahresabschlüsse deutscher Großbanken kann stellvertretend für die gelungene Etablierung dieser Produktgruppe im deutschen Finanzmarkt stehen.

Das heutige Gesamtbild des Marktes für Kreditderivate in Deutschland ist demnach von großem Erfolg, aber auch von veränderten oder noch unerfüllten Erwartungen geprägt. So modifizieren und schwächen die risikosensitiven Eigenkapitalanforderungen der neuen Baseler Vereinbarung für das Kreditrisiko die bisher so erfolgreichen Strategien der Eigenkapitaloptimierung mit Kreditderivaten. Andererseits beinhalten die neuen aufsichtlichen Normen keine Abbildung des Kreditrisikos im Portfoliozusammenhang. Sie öffnen damit noch nicht die Tür zu einer Konvergenz der aufsichtlichen und innerbetrieblichen Kreditrisikobehandlung und damit zu einem wirklichen Kreditportfoliomanagement, in welchem viele Beobachter das größte Potenzial der Kreditderivate sehen. Unverändert gilt auch, dass viele kleinere Institute etwa in den öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Verbänden Kreditderivate noch nicht einsetzen können oder wollen, obwohl sie sowohl als Marktteilnehmer und Originatoren als auch im Risikomanagement große Chancen und hohen Bedarf hätten. Und schließlich treten Nichtbanken zwar zunehmend als Investoren in derivativen Kreditpositionen auf, nutzen dieses Instrument aber kaum, um eigene Kreditrisikopositionen aus ihrem Grundgeschäft zu managen.

Anlass genug, der ersten eine Neuauflage folgen zu lassen, in der die bisherigen und auch einige neu dazugekommene Autoren aus Wissenschaft und Praxis in nun aktualisierter und erweiterter Form über die unterschiedlichsten Fragestellungen zum Thema Kreditderivate Auskunft geben. Ihnen gilt der besondere Dank der Herausgeber. Daneben konnten wir auf die große Auskunftsbereitschaft vieler Experten und die Mitwirkung zahlreicher Institute an den beiden im Buch enthaltenen Marktstudien bauen. Die Federführung des Handbuches wechselte zum Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim, wo Herr Sturz und Herr Werning einen intensiven lektorischen und organisatorischen Beitrag zum Ge-

lingen des Projektes erbrachten. Weiterhin sind wir der Wissenschaftsförderung der Sparkassenorganisation in Bonn für ihre Unterstützung zu Dank verpflichtet.

Hohenheim  
im November 2004

Für die Herausgeber  
Hans-Peter Burghof

## Vorwort zur ersten Auflage

Kreditderivate sind neuartige Finanzprodukte zwischen den scheinbar unvereinbaren Welten des Bankkredits und des öffentlichen Kapitalmarkts. Kreditderivate vervollständigen die Märkte und schaffen neue Anlage- und Diversifikationsmöglichkeiten. Die bisher weitgehend illiquiden Kreditrisiken in den Portefeuilles der Banken werden handelbar. Damit entstehen Kreditgebern neue Möglichkeiten zur Optimierung ihrer Risiko-Chance-Positionen. Anleger gewinnen neue Möglichkeiten der Diversifikation und der Übernahme von Risiken, von denen sie bisher ausgeschlossen waren. Daraus resultierende Vorteile können für die Kreditnehmer Kapitalkostenvorteile erzeugen.

Banken wie Anleger werden daher umdenken müssen. Es ist zu erwarten, dass schon in wenigen Jahren Kreditderivate wie Derivate auf Zinsen oder Währungen zum Standardrepertoire des Risiko- und Portfoliomanagements gehören. Um dafür rechtzeitig die Voraussetzungen zu schaffen, müssen sich Bankpraktiker und Portfoliomanager mit den vielfältigen Aspekten dieses innovativen Finanzmarktproduktes auseinandersetzen. Hierzu gehören Produkt- und Markt-Know-how, Kenntnisse über institutionelle Vorgaben wie etwa die bankaufsichtlichen Regelungen, und eine Übersicht über die vielfältigen Anwendungsmöglichkeiten, innerbetrieblichen Konsequenzen und Bewertungskonzepte.

Im vorliegenden Band geben Praktiker und Wissenschaftler aktuell und umfassend Auskunft über diese Fragestellungen. Die Perspektive ist dabei einerseits eine internationale, andererseits werden aber auch die Besonderheiten des deutschen Finanzmarktes berücksichtigt. Die zahlreichen Beiträge von Mitarbeitern aus Unternehmen, die den Markt in Deutschland und Europa gestalten, tragen zu einer großen Nähe zum aktuellen Marktgeschehen bei. Auch die im Buch enthaltene Marktstudie ist auf großes Entgegenkommen der Banken gestoßen.

Wir sind den Autoren und allen, die ihr Wissen zur Verfügung gestellt haben, zu großem Dank verpflichtet. Danken möchten wir auch für die Unterstützung durch die Wissenschaftsförderung der Sparkassenorganisation in Bonn und durch die Mitarbeiter des Seminars für Kapitalmarktforschung und Finanzierung der Ludwig-Maximilians-Universität München.

München, Bonn und Frankfurt am Main  
im September 2000

Hans-Peter Burghof  
Sabine Henke  
Bernd Rudolph  
Philipp J. Schönbacher  
Daniel Sommer



# Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur dritten Auflage . . . . .	V
Vorwort zur zweiten Auflage . . . . .	VII
Vorwort zur ersten Auflage . . . . .	IX
Autorenverzeichnis . . . . .	XV
<b>I Einführung . . . . .</b>	<b>1</b>
<i>Klaus Schäfer</i>	
I.1 Aufbau des Buchs . . . . .	3
<i>Hans-Peter Burghof/Stephan Paul/Bernd Rudolph</i>	
I.2 Funktionen und Entwicklung der Märkte für den Kreditrisikotransfer . . . . .	9
<b>II Produkte zum Transfer von Kreditrisiken . . . . .</b>	<b>47</b>
<i>Dietmar Franzen/Klaus Schäfer</i>	
II.1 Grundstrukturen bei Kreditderivaten . . . . .	49
<i>Dietmar Franzen</i>	
II.2 Kreditindizes und Kreditindexoptionen . . . . .	67
<i>Markus Herrmann</i>	
II.3 Kreditverbriefungen, CLOs und Kreditderivate . . . . .	81
<i>Andreas Horsch/Sylvia Fiedler</i>	
II.4 Alternative Formen des Kreditrisikotransfers . . . . .	107
<b>III Entwicklungen am Markt für Kreditderivate . . . . .</b>	<b>145</b>
<i>Claus Dülfer</i>	
III.1 Marktstruktur, Marktfraktionen und Einflussfaktoren neuer Regularien . . . . .	147
<i>Manuela Haug/Kirsten Schenk</i>	
III.2 Derivateregulierung – Handelsplätze, Clearing und Reporting . . . . .	181

<b>IV</b>	<b>Einsatzfelder für Kreditderivate und Einsatz- sowie Handelsbedingungen</b> . . . . .	207
	<i>Günter Franke</i>	
IV.1	Risikomanagement mit Kreditderivaten . . . . .	209
	<i>Florian Kramer/Tobias Linder/Christian Wenninger</i>	
IV.2	Einsatzfelder von Kreditderivaten bei Versicherungen und Pensionsfonds. . . . .	231
	<i>Ralf Lierow</i>	
IV.3	Einsatz von Kreditderivaten im Risikomanagement von Industrieunternehmen . . . . .	247
	<i>Christoph Klein</i>	
IV.4	Einsatz von Kreditderivaten im aktiven Portfoliomanagement . . . . .	269
	<i>Thomas Hartmann-Wendels</i>	
IV.5	Bedingungen für die Handelbarkeit von Buchkrediten . . . . .	279
	<i>Jürgen Häcker/Christoph Lieder/Maximilian Schmidt</i>	
IV.6	Anforderungen an die Datenverarbeitung von Kreditderivaten . . . . .	301
<b>V</b>	<b>Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen</b> . . . . .	331
	<i>Marc Benzler/Ute Brunner-Reumann</i>	
V.1	Zivilrechtliche Einordnung von Kreditderivaten . . . . .	333
	<i>Marc Benzler/Ute Brunner-Reumann</i>	
V.2	Vertragsdokumentation und Standardisierung . . . . .	359
	<i>Dirk Auerbach/Daniela Klotzbach</i>	
V.3	Bilanzierung von Kreditderivaten nach HGB . . . . .	389
	<i>Dirk Auerbach/Daniela Klotzbach</i>	
V.4	Bilanzierung von Kreditderivaten nach IFRS . . . . .	413
	<i>Hans-Jürgen A. Feyerabend/Brigitta Kieninger</i>	
V.5	Steuerliche Behandlung von Kreditderivaten . . . . .	435
	<i>Markus Lange/Hagen Tiller</i>	
V.6	Insolvenzrechtliche Behandlung von Kreditderivaten . . . . .	479
	<i>Hermann Schulte-Mattler/Dorothea Meyer-Ramloch</i>	
V.7	Bankaufsichtliche Behandlung von Kreditderivaten . . . . .	501

---

	<i>Nadine von Saldern</i>	
V.8	Kreditderivate: Aufsichtliche Behandlung bei Versicherungen . . . . .	535
<b>VI</b>	<b>Bewertung von Kreditderivaten . . . . .</b>	<b>553</b>
	<i>Lutz Schlögl</i>	
VI.1	Bewertungsmodelle für Ausfallrisiken: Eine Literaturübersicht . . . . .	555
	<i>Philipp J. Schönbucher/Daniel Sommer</i>	
VI.2	Die Implementierung von Intensitätsmodellen . . . . .	573
	<i>Philipp J. Schönbucher</i>	
VI.3	Kreditrisikomodelle zur Bewertung von Kreditderivaten . . . . .	593
	<i>Vahe Andonians/David Blum/Martin Hellmich</i>	
VI.4	Bewertung und Hedging von Korrelationsprodukten im Kreditderivatemarkt . . . . .	639
	Glossar Kreditderivate . . . . .	665
	Stichwortverzeichnis . . . . .	679



## Autorenverzeichnis

*Vahe Andonians*

Managing Partner  
SCDM Germany GmbH  
Frankfurt am Main

*Dirk Auerbach*

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater  
Partner, Financial Services  
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Frankfurt am Main

*Dr. Marc Benzler*

Rechtsanwalt, Partner  
Clifford, Chance  
Frankfurt am Main

*David Blum*

Director  
SCDM Germany GmbH  
Frankfurt am Main

*Dr. Ute Brunner-Reumann*

Rechtsanwalt, Counsel  
Clifford Chance  
Frankfurt am Main

*Prof. Dr. Hans-Peter Burghof*

Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen  
Universität Hohenheim  
Stuttgart

*Claus Dülfer*

Executive Director  
EAA Portfolio Advisers  
Düsseldorf

*Hans-Jürgen A. Feyerabend*

Rechtsanwalt/Steuerberater  
Partner, Financial Services  
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Frankfurt am Main

*Sylvia Fiedler*

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Investition  
und Finanzierung  
Technische Universität Bergakademie Freiberg  
Freiberg

*Prof. Dr. Dr. h.c. Günter Franke*

Lehrstuhl für Internationales Finanzmanagement  
Universität Konstanz  
Konstanz

*Prof. Dr. Dietmar Franzen*

Professur für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insb. Finanzierung und  
Risikomanagement  
Frankfurt University of Applied Sciences  
Frankfurt am Main

*Jürgen Häcker*

Geschäftsführung  
conovus GmbH & Co. KG  
Frankfurt-Eschborn

*Prof. Dr. Thomas Hartmann-Wendels*

Seminar für Allg. BWL und Bankbetriebslehre  
Universität zu Köln  
Köln

*Manuela Haug*

Geschäftsführung  
conovus GmbH & Co. KG  
Frankfurt-Eschborn

*Prof. Dr. Martin Hellmich*

Karl Friedrich Hagenmüller Professor für Financial Risk Management  
Frankfurt School of Finance and Management  
Frankfurt am Main

*Dr. Markus Herrmann*

Head of Group Portfolio Management and Strategy ABS  
Landesbank Baden-Württemberg  
Stuttgart

*Prof. Dr. Andreas Horsch*

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Investition  
und Finanzierung  
Technische Universität Bergakademie Freiberg  
Freiberg

*Brigitta Kieninger*

Assistant Manager, Financial Services  
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Frankfurt am Main

*Christoph Klein, CFA, CEFA*

Managing Director/Portfolio Strategist  
Deutsche Asset & Wealth Management  
Frankfurt am Main

*Daniela Klotzbach*

Senior Manager, Financial Services  
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Frankfurt am Main

*Dr Florian Kramer*

Senior Investment Manager  
Allianz Investment Management SE  
München

*Dr. Markus Lange*

Rechtsanwalt, Partner, Head of Financial Services Legal  
KPMG Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Frankfurt am Main

*Christoph Lieder*

Business Consultant  
conovus GmbH & Co. KG  
Frankfurt-Eschborn

*Ralf Lierow*

Senior Financial Manager  
Siemens Treasury GmbH  
München

*Dr. Tobias Linder*

Allianz Investment Management SE  
München

*Dorothea Meyer-Ramloch*

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Köln

*Prof. Dr. Stephan Paul*

Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft  
Ruhr-Universität Bochum  
Bochum

*Prof. Dr. Bernd Rudolph*  
Ludwig-Maximilians-Universität München  
München

*Prof. Dr. Klaus Schäfer*  
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre I: Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre  
Universität Bayreuth  
Bayreuth

*Kirsten Schenk*  
Business Consultant  
conovus GmbH & Co. KG  
Frankfurt-Eschborn

*Dr. Lutz Schlögl*  
Executive Vice President  
Global Head of EM and Commodities Analytics  
PIMCO  
Newport Beach, USA

*Maximilian Schmidt*  
Business Consultant  
conovus GmbH & Co. KG  
Frankfurt-Eschborn

*Prof. Dr. Philipp J. Schönbucher*  
Eidgenössische Technische Hochschule Zürich  
Department Mathematik  
Zürich

*Prof. Dr. Hermann Schulte-Mattler*  
Betriebswirtschaftslehre, insbes. Finanzwirtschaft und Controlling  
Fachhochschule Dortmund  
Dortmund

*Dr. Daniel Sommer*  
Partner  
Financial Services  
KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Frankfurt am Main

*Dr. Hagen Tiller*  
Rechtsanwalt, Senior Manager  
KPMG Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Frankfurt am Main

*Nadine von Saldern*

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht#  
Bereich Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht  
Grundsatzreferat für Kapitalanlagen  
Bonn

*Dr. Christian Wenninger*

Head of Asset Manager Management  
Allianz Investment Management SE  
München



---

# I Einführung

- 1 Aufbau des Buchs  
*Klaus Schäfer*
- 2 Funktionen und Entwicklung der Märkte für den Kreditrisikotransfer  
*Hans-Peter Burghof/Stephan Paul/Bernd Rudolph*



## I.1 Aufbau des Buchs

*Klaus Schäfer\**

Das vorliegende Handbuch soll aus wissenschaftlicher wie aus praktischer Sicht ein solides und umfassendes Nachschlagewerk für die Bank- und Anlagepraxis der Kreditderivate sein. Den Lesern bietet es (hoffentlich) die nötigen Kenntnisse über die Produkte und Märkte, die institutionellen Rahmenbedingungen, Einsatzfelder und Handelsbedingungen sowie Bewertungskonzepte von Kreditderivaten. Dieses Ziel haben die Herausgeber und Autoren in den Erst- und Zweitaufgaben versucht zu erreichen und es soll auch Motivation und Leitlinie der vorliegenden dritten Auflage sein.

Die gute Aufnahme der Voraufgaben darf deshalb als Begründung dafür dienen, wichtige Strukturelemente des Handbuchs beizubehalten. So werden die Beiträge weiterhin in Themenblöcke (= Kapitel) gruppiert. Das Handbuch wird in der dritten Auflage in **sechs Kapitel** mit den Überschriften »Einführung«, »Produkte zum Transfer von Kreditrisiken«, »Entwicklungen am Markt für Kreditderivate«, »Einsatzfelder für Kreditderivate und Einsatz- sowie Handelsbedingungen«, »Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen« und schließlich »Bewertung von Kreditderivaten« unterteilt. Die vielfältigen Veränderungen bei den Produkten, bei den Institutionen sowie an den Märkten für Kreditderivate zeigen sich deutlich zum einen in der Weiterentwicklung der Beitragsinhalte und zum anderen auch in der Hereinnahme neuer Aufsatzthemen. Damit soll das heutige Gesamtbild des Marktes für Kreditderivate in Deutschland abgebildet werden.

Im **ersten Kapitel** wird neben dieser kurzen Beschreibung des Handbuchaufbaus grundlegend in die Funktionen der Märkte für den Kreditrisikotransfer eingeführt. Dazu beschreiben *Hans-Peter Burghof*, *Stephan Paul* und *Bernd Rudolph* im Beitrag I.2 die Funktionen und Risiken des Kredits, die Struktur und Bedeutung der Kreditmärkte, die Motivation für den Transfer von Kreditrisiken und schließlich die neuere Regulierung von Kreditrisiken und Kreditderivaten.

Die Grundlagen zum Themenbereich Kreditderivate werden aber nicht nur im ersten Kapitel, sondern auch in den beiden folgenden Kapiteln gelegt. Das **zweite Kapitel** widmet sich dazu in vier Beiträgen den **Produkten zum Transfer von Kreditrisiken**. Zunächst sind es *Dietmar Franzen* und *Klaus Schäfer* (Beitrag II.1), die die Elemente von Kreditderivaten und Credit Default Swaps als grundlegende Form eines Kreditderivats charakterisieren. Ihre Ausführungen runden sie mit den Analysen der Einflussfaktoren auf die Marktentwicklung ab. Im Folgebeitrag II.2. stellt *Dietmar Franzen* Indexprodukte bei Kreditderivaten vor, beschreibt ausführlich die iTraxx- und die CDX-Indexfamilie sowie die Besonderheiten anderer Indizes.

---

\* Prof. Dr. Klaus Schäfer, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre I: Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre, Universität Bayreuth.

Die beiden Folgebeiträge II.3 und II.4 erweitern unseren Blickwinkel, indem sie sich nicht mehr alleine auf Kreditderivate konzentrieren, sondern Strukturierungen, die auch Kreditderivate nutzen, sowie weitere alternative Formen des Kreditrisikotransfers behandeln. *Markus Herrmann* blickt intensiv in den Markt und die Strukturen von Kreditverbriefungen und Collateralized Loan Obligations (CLOs), charakterisiert dabei unter anderem synthetische CLOs und das Rating von Kreditverbriefungen und CLOs. Abschließend wagt er einen Ausblick auf den europäischen Verbriefungsmarkt. *Andreas Horsch* und *Sylvia Fiedler* widmen sich denjenigen Formen des Kreditrisikotransfers, die eine Alternative zu Kreditderivaten darstellen. Ihren Schwerpunkt legen sie auf Handlungsoportunitäten für Kreditgläubiger, die ein Kreditrisiko durch Abschluss eines Vertrags auf einen sicherungsgebenden Dritten überwälzen wollen. Ihre Ausführungen münden in einen Vergleich der vorgestellten Alternativen.

Im **dritten Kapitel** werden die **Entwicklungen am Markt für Kreditderivate** beschrieben. *Claus Dülfer* überschreibt seinen Beitrag III.1 mit Marktstruktur, Marktfraktionen und Einflussfaktoren neuer Regularien. Er unterteilt die Marktentwicklung in eine Prä Lehman- und eine Post Lehman-Phase und stellt jeweils die Marktentwicklung, die Marktteilnehmer, die Aufteilung der Referenzschuldner, die Laufzeiten sowie die Handelsplätze dar. *Manuela Haug* und *Kirsten Schenk* machen deutlich, dass die G20-Staaten auf dem Gipfeltreffen in Pittsburgh 2009 als Reaktion auf die Finanzmarktkrise die Eindämmung von systemischen Risiken sowie eine Verbesserung der Marktinfrastruktur und Markttransparenz des Derivategeschäfts als gemeinsame Regulierungsziele formuliert haben. In ihrem Beitrag III.2 geben sie einen detaillierten Einblick in die regulatorischen Maßnahmen zur Umsetzung dieser Ziele.

Basierend auf dem in den ersten drei Kapiteln erarbeiteten soliden Fundament können nun im **vierten Kapitel** die **Einsatzfelder für Kreditderivate sowie die Einsatz- und Handelsbedingungen** untersucht werden. Den Anfang macht *Günter Franke*, indem er die Einsatzmöglichkeiten verschiedener Kreditderivate für das längerfristige Management von Kreditrisiken in einer Bank untersucht. Im Vordergrund seines Beitrags IV.1 stehen Verbriefungstransaktionen und Credit Default Swaps. Diesen grundsätzlichen Ausführungen zum Risikomanagement mit Kreditderivaten schließen sich drei Aufsätze an, die ausgewählte Einsatzfelder von Kreditderivaten betrachten:

*Florian Kramer*, *Tobias Linder* und *Christian Wenninger* analysieren die Einsatzfelder von Kreditderivaten bei Versicherungen und Pensionsfonds (Beitrag IV.2). Zunächst behandeln sie Kreditrisiken und relevante Steuerungsinstrumente in Versicherungen und Pensionsfonds und anschließend die spezifischen regulatorischen Anforderungen an Kreditderivate. Den Ausführungen zum Einsatz von Kreditderivaten bei dem Monoliner American International Group (AIG) folgt ein Peer Group-Vergleich des Kreditderivateinsatzes bei ausgewählten globalen Versicherungsunternehmen. Den möglichen Einsatz von Kreditderivaten im Risikomanagement von Industrieunternehmen diskutiert *Ralf Lierow* im Beitrag IV.3 und hebt dabei Chancen wie auch Umsetzungsprobleme – darunter insbesondere das Basisrisiko und Dokumentationsanforderungen – heraus. Den Einsatzfeldern von Kreditderivaten im aktiven Portfoliomanagement widmet sich schließlich *Christoph Klein*. In seinem Beitrag IV.4 werden verschiedene Motive und Strategien erläutert, die eingesetzten Instrumente beschrieben und zudem operationale Gesichtspunkte erörtert.

Die Aufmerksamkeit auf die grundsätzlichen Bedingungen für die Handelbarkeit von Buchderivaten lenkt *Thomas Hartmann-Wendels* im Beitrag IV.5 und stellt in einem Modellkontext die Anreize und Fehlanreize beim Handel von Kreditausfallrisiken unter asymmetrischer Informationsverteilung vor. Das vierte Kapitel beschließen *Jürgen Häcker*, *Christoph Lieder* und *Maximilian Schmidt* mit ihrer These, dass die Abbildung von Kreditderivaten aufgrund der komplexen Strukturen dieser Geschäfte umfassende Anforderungen an die Datenverarbeitungssysteme stellt. Sie zeigen im Beitrag IV.6, dass anpassungsfähige Systeme benötigt werden, in welchen kurzfristig neue Geschäftsarten integriert werden können. In der Konsequenz kann man durch geeignete Handelssysteme zumindest in technischer Hinsicht einen Wettbewerbsvorteil erzielen und neue komplexe Strukturen im Rahmen eines Neu-Produkt-Prozesses schneller abbilden.

An den institutionellen Rahmenbedingungen, d.h. insbesondere den **rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen** ist in den letzten Jahren ausgesprochen intensiv gearbeitet worden. Hieraus resultieren gewiss die bedeutendsten Veränderungen (auch) an den Märkten für Kreditderivate und für den Kreditrisikotransfer. Dementsprechend stellt das **fünfte Kapitel** den vom Umfang her gewichtigsten Teil des Handbuchs dar.

Zunächst ordnen *Marc Benzler* und *Ute Brunner-Reumann* Kreditderivate in die zivilrechtliche Vertragstypologie ein. Im Beitrag V.1 untersuchen sie, ob Kreditderivate Versicherungsgeschäfte sind und betrachten Kreditderivate im Lichte der Erlaubnisvorbehalte des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG). Die Behandlung ausgewählter rechtlicher Fragen schließt ihren Aufsatz ab. In ihrem zweiten Beitrag V.2 werden die Dokumentation von unverbrieften außerbörslichen Kreditderivaten am Beispiel von Credit Default Swaps (CDS) erläutert sowie der Wandel in der internationalen Vertragsdokumentation anhand der ISDA-Definitionen nachgezeichnet. Abschließend gehen *Marc Benzler* und *Ute Brunner-Reumann* auf den deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte ein.

Der Bilanzierung von Kreditderivaten widmen sich *Dirk Auerbach* und *Daniela Klotzbach* und zwar zum einen der Bilanzierung nach Handelsgesetzbuch (HGB) und zum anderen der Bilanzierung nach den International Financial Reporting Standards (IFRS). Im ersten Beitrag V.3 beziehen sich die Autoren auf das deutsche Handelsrecht für Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute und geben einen Überblick über die Regeln zur Bilanzierung und Bewertung von Kreditderivaten sowie der Offenlegung der damit verbundenen Risiken. Im zweiten Beitrag V.4 erläutern *Dirk Auerbach* und *Daniela Klotzbach* die Subsumtion von Kreditderivaten unter die Regelungen des IAS 39 als derivative Finanzinstrumente und deren Bilanzierung, die Bewertung nach IFRS 13 sowie zum Hedge Accounting mit Kreditderivaten und geben abschließend einen Ausblick auf die Regelungen des IFRS 9.

Die steuerliche Behandlung von Kreditderivaten ist Gegenstand des Beitrags V.5 von *Hans-Jürgen A. Feyerabend* und *Brigitta Kieninger*. Dabei zeigen sie, dass Kreditderivate in steuerbilanzieller, ertragsteuerlicher sowie umsatzsteuerlicher Hinsicht auf bekannte Grundelemente derivativer Finanzinstrumente zurückgeführt werden können.

Eine der Erfahrungen aus der internationalen Finanz- und Bankenkrise ist, dass sich die wenigsten Beteiligten zuvor mit der Insolvenz einer Vertragspartei bzw. mit

den Auswirkungen der Abwicklung konkret auseinander setzen mussten. Der Beitrag V.6 von *Markus Lange* und *Hagen Tiller* soll einen allgemeinen Leitfaden darstellen, der zum einen die einzelnen notwendigen Schritte im Falle der Insolvenz einer Vertragspartei unter Rahmenverträgen darstellt und zum anderen die Abwicklung von Kreditderivaten bei der Insolvenz des vom Kreditderivat in Bezug genommenen Schuldners erläutert.

Die derzeitige bankaufsichtliche Behandlung von Kreditderivaten stellen *Hermann Schulte-Mattler* und *Dorothea Meyer-Ramloch* dar. Ihr Beitrag V.7 widmet sich zunächst der Frage, wann und in welchem Ausmaß durch Kreditderivate die Mindesteigenkapitalanforderungen für das Kreditrisiko gesenkt werden können. Die Behandlung von Kreditderivaten in den Großkreditvorschriften und den Millionenkreditvorschriften schließen sich an. *Hermann Schulte-Mattler* und *Dorothea Meyer-Ramloch* stellen die These auf, dass eine angemessene bankaufsichtliche Berücksichtigung von Kreditderivaten eine notwendige Voraussetzung für deren Akzeptanz und weitere Entwicklung ist. Dabei zeigen sie, dass die bankaufsichtliche Behandlung von Kreditderivaten in der Capital Requirements Regulation (CRR) zusammenfassend noch nicht als angemessen gewertet werden kann.

*Nadine von Saldern* analysiert die aufsichtliche Behandlung von Kreditderivaten bei Versicherungen. Die Autorin hebt hervor, dass dem gegenwärtigen Aufsichtssystem eine regelbasierte Aufsicht zu Grunde liegt, die für den Großteil der Versicherer zum 1. Januar 2016 durch ein prinzipienbasiertes Aufsichtssystem ersetzt werden soll. In ihrem Beitrag V.8 behandelt *Nadine von Saldern* die mit diesem neuen Aufsichtssystem verbundenen aufsichtsrechtlichen Veränderungen der Vorschriften zur Vermögensanlage-tätigkeit der Versicherer.

Den auf alle Teilbereiche der Kreditderivate sich auswirkenden Modellen und Ansätzen zur **Bewertung von Kreditderivaten** sind die Beiträge im **sechsten Kapitel** gewidmet. *Lutz Schlögl* legt im Beitrag VI.1 ein solides Fundament, indem er in Form einer Literaturübersicht ausgewählte Bewertungsmodelle für Ausfallrisiken vorstellt. Dabei konzentriert er sich auf die optionstheoretische Betrachtung von Kreditrisiken und legt einen weiteren Schwerpunkt auf die Literatur zur Bewertung von Portfolio-Kreditrisiken. Der numerischen Implementierung von Intensitätsmodellen widmen sich *Philipp J. Schönbucher* und *Daniel Sommer*. In den Intensitätsmodellen wird die Dynamik der sog. Ausfallintensität mit Hilfe von Diffusionsprozessen modelliert. Im Beitrag VI.2 stellen die Autoren mit der Monte-Carlo-Simulation und der Bewertung auf Basis von Rückwärtsinduktion im Rahmen eines Baumalgorithmus zwei Methoden zur Implementierung vor. Auf die wichtigsten Ansätze zur Modellierung von Kreditrisiken konzentriert sich der Beitrag VI.3. von *Philipp J. Schönbucher*. Er stellt die Modelle in einem einheitlichen Rahmen im Hinblick auf die Bewertung von Kreditderivaten dar. Die zunächst dargestellten sog. modellunabhängigen, auf einfachen Hedgestrategien beruhenden Bewertungsergebnisse sind von großer praktischer Bedeutung, da die ihnen zugrundeliegenden Hedges sehr robust sind und zumindest Schranken für die Preise der Kreditderivate begründen. Mit fortgeschrittenen mathematischen Kreditrisikomodellen leitet der Autor zur Bewertung komplizierterer Kreditderivate und zur Herleitung exakter Preise über. Schließlich werden die Firmenwertmodelle erläutert, die auf einer fundamentalen Modellierung des Wertes eines risikobehafteten Unternehmens basieren. In diesen Modellen wird der Zusammenhang zwischen Akti-

enkurs und Kreditrisiko einer Firma erklärt. Das Bewertungskapitel beschließen *Vahe Andonians*, *David Blum* und *Martin Hellmich*. In ihrem Beitrag VI.4 werden Techniken und Prinzipien zur Bewertung von Kreditderivaten diskutiert, deren Risiken nicht nur von einem Kredit, sondern von einem Basket oder einem Portfolio von Referenznamen abhängen. In den vorgestellten Bewertungsmodellen benötigt man insbesondere Informationen über die Korrelationen der Einzelnamen.

Den Aufsätzen folgen abschließend ein **Glossar Kreditderivate** und schließlich das **Stichwortverzeichnis**. Das Glossar soll die Orientierung im Themenbereich Kreditderivate unterstützen. Ergänzend soll das Stichwortverzeichnis das schnelle Auffinden wichtiger Begriffe und Sachverhalte in den Aufsätzen ermöglichen und damit das Arbeiten mit dem vorliegenden Handbuch erleichtern.

Den Beiträgen des Handbuchs wünschen wir eine breite Resonanz und den Lesern viel Freude bei der Lektüre.



## 1.2 Funktionen und Entwicklung der Märkte für den Kreditrisikotransfer

*Hans-Peter Burghof/Stephan Paul/Bernd Rudolph\**

- 1 Funktionen und Risiken des Kredits
  - 1.1 Informationsprobleme auf Finanzmärkten
  - 1.2 Nutzen von Finanzintermediären
  - 1.3 Bank- versus Kapitalmarktkredit
  - 1.4 Determinanten des Kreditrisikos
- 2 Zur Struktur und Bedeutung der Kreditmärkte
  - 2.1 Historische Entwicklung der Kreditmärkte
  - 2.2 Die Situation in Deutschland
  - 2.3 Kreditfinanzierungsstrukturen im internationalen Vergleich
- 3 Motivation für den Transfer von Kreditrisiken
  - 3.1 Entwicklung der Märkte für Kreditrisikotransferprodukte
  - 3.2 Finanzwirtschaftliche Relevanz des Transfers von Kreditrisiken
  - 3.3 Fundierte und nicht fundierte Instrumente des Risikotransfers
- 4 Regulierung von Kreditrisiken und -derivaten im Umbruch
  - 4.1 Regulatorische Rahmenbedingungen für das Kreditgeschäft
  - 4.2 Bankaufsichtliche Behandlung von Verbriefungen
  - 4.3 Die Reform der Derivateregulierung nach der Finanzkrise
  - 4.4 Die Einschaltung einer Zentralen Gegenpartei
  - 4.5 Zulassung und Beaufsichtigung von Zentralen Gegenparteien
- 5 Ausblick

Literatur

---

\* Prof. Dr. Hans-Peter Burghof, Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen, Universität Hohenheim, Stuttgart; Prof. Dr. Stephan Paul, Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum; Prof. Dr. Bernd Rudolph, Ludwig-Maximilians-Universität München.