

PwC Financial Services*

Banken·Fonds·Real Estate·Versicherungen

Ausgabe 18
Februar 2006

Märkte für Kredit-
derivate



*connectedthinking

PRICEWATERHOUSECOOPERS 



Märkte für Kreditderivate

In den vergangenen Jahren haben Kreditderivate zunehmend an Bedeutung gewonnen. Dies liegt sicherlich darin begründet, dass mit solchen Instrumenten bestehende Kreditrisiken gehandelt und infolge dessen gezielt abgesichert werden können. Damit steht eine Auswahl von Instrumenten zur Verfügung, welche einerseits dazu verwendet werden können, Kreditrisiken ohne die Asset Allokation verändern zu müssen zu diversifizieren, oder aber bestehende Kreditrisiken zu reduzieren. Obwohl die Marktteilnehmer bereits auf einige Erfahrungen verweisen können und der Einsatz von Kreditderivaten durchaus ausgereift ist, bestehen nach wie vor wesentliche Probleme die, ebenso wie neue Produkte, die weiteren Entwicklungen mit Spannung erwarten lassen. Im folgenden Artikel sollen die Konsequenzen des Einsatzes von Kreditderivaten auf das Risikomanagement und die externe Rechnungslegung dargestellt werden.

Einsatzmöglichkeiten

Der Begriff der Kreditderivate umfasst eine ganze Reihe von Instrumenten, welche von einem einfachen Credit Default Swap (CDS) bis zu hoch komplexen strukturierten Derivaten reichen. Ebenfalls zu den Kreditderivaten

zählen Kombinationsprodukte, die aus einem normalen Bond und einem Kreditderivat bestehen – beispielsweise Credit Linked Notes. Daneben hat sich für Colateralised Debt Obligations (CDO) – dies sind strukturierte Forderungsverbriefungen – ein weiterer Markt für Kreditrisiken etabliert.

Die Wirkungsweise eines CDS entspricht dabei dem einer Kreditversicherung gegen den Zahlungsausfall eines bestimmten Finanzinstruments, üblicherweise ein Corporate Bond. Als Entgelt für die Übernahme des Kreditrisikos erhält der Sicherungsgeber eine marktübliche Verzinsung und muss im Falle des Defaults den Forderungsausfall beim Sicherungsgeber ausgleichen. Dies geschieht in der Regel dadurch, dass der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber das zugrunde liegende Finanzinstrument gegen einen vorab vereinbarten Preis überträgt. Der wesentliche Unterschied zu einer Kreditversicherung besteht einerseits im variablen Entgelt und andererseits darin, dass je nach Vereinbarung eine Erfüllung des Kontrakts bereits aufgrund abstrakter und sehr weit definierter Default-Events (etwa einer Verschlechterung im Kreditrisiko des Emittenten) erfolgen kann. Der Großteil der CDS wird durch tatsächliche physische Lieferung erfüllt, ein geringer Teil durch Cash Settlement.

Im Gegenzug dazu erfolgt die Auszahlung bei CDO-Strukturen nicht abhängig von einem Default-Event, sondern aufgrund eines individuell vereinbarten, zum Teil nur schwer überblickbaren, Zahlungsschemas. Voraussetzung dafür sind Zahlungseingänge aus den verbrieften Forderungen.

Unerwartete Markteffekte

Das starke Wachstum in der Nachfrage nach Kreditderivaten hat dazu geführt, dass teilweise Kreditderivate mit einem Volumen am Markt abgeschlossen wurden, welches das verfügbare Volumen des zugrunde liegenden Bonds weit überstieg. Besonders deutlich wurde dies im Zuge der Pleite des Autozulieferers Delphi. Als

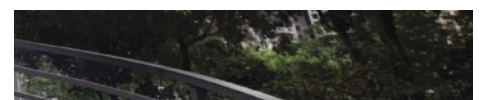
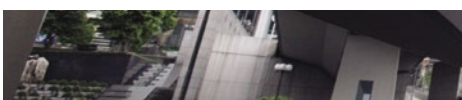
dieser Konkurs anmeldete, konnte beobachtet werden, dass der Preis für Delphi-Emissionen um rund 24 % hochschnellte.

Mangelnde Markttransparenz

Für CDS auf große, internationale Emissionen hat sich ein aktiver und transparenter Markt entwickelt, auf dem zunehmend standardisierte Kontrakte gehandelt werden. CDS auf Small- und Mid-Caps werden nach wie vor auf Basis individueller Vereinbarungen abgeschlossen. Damit sind auch die Konditionen – insbesondere die Risikoaufschläge für das Kreditrisiko – von der individuellen Risikoeinschätzung der Vertragsparteien abhängig. Große Investmentbanken haben aufgrund ihrer zentralen Rolle im Markt für Kreditderivate einen guten Überblick der marktüblichen Konditionen für Kreditrisiken. Das Fehlen eines transparenten und übersichtlichen Marktes für andere Käufer eines Kreditderivates stellt für diese noch einen wesentlichen Nachteil dar. Dies gilt umso mehr für CDO-Transaktionen, für die derzeit noch keine zu standardisierten Konditionen handelbare Produkte verfügbar sind.

Verstärkte Nachfrage durch Spekulation

Kreditderivate wurden in den letzten Jahren vorwiegend von Banken, Versicherungen aber auch Hedge Fonds eingesetzt. Nunmehr ist zu beobachten, dass auch Private Equity Fonds und andere institutionelle Investoren große Einzeltransaktionen bereits im Vorfeld der Transaktionen durch Kreditderivate absichern. Im Herbst 2005 stieg die Nachfrage nach Kreditderivaten im Vorfeld von angekündigten Übernahmen durch Private Equity Fonds sprunghaft an. Hinzu kommt, dass Hedge Fonds und andere Marktteilnehmer Kreditderivate nun auch für Spekulationen nutzen. Setzt sich dieser Trend fort ist anzunehmen, dass es zu einem Auseinanderfallen des fairen Preises für Kreditrisiken aufgrund fundamentaler Daten und des Marktpreises für Kreditderivate kommen kann.



Rasante Marktentwicklung in den vergangenen Jahren

Die Märkte für Kreditderivate haben sich im vergangenen Jahr beinahe verdoppelt. Das Volumen ist im Jahr 2005 von rd. USD 1 Mrd. in 2001 auf rund USD 12,8 Mrd.¹ gewachsen.

Der anhaltende Bedarf nach strukturierten Derivaten sowie die Entwicklung neuer Produkte wird auch weiterhin für ein steigendes Wachstum sorgen. Bemerkenswert ist auch die Ankündigung, dass im Laufe dieses Jahres die ersten, auf börsennotierten CDS basierenden, Index Futures aufgelegt werden sollen.

Die Marktentwicklung ist geprägt vom zunehmenden Anteil der Kontrakte, bei denen Cash Only Settlement vereinbart war. Diese Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass das Gesamtvolumen der Kreditderivate, die sich auf einen Bond beziehen, oft ein Vielfaches des verfügbaren Emissionsvolumens ausmacht und sich daher im Fall eines Defaults entsprechende Probleme bei der Erfüllung der CDS-Verpflichtungen ergeben können.

Backlog in der Abwicklung

Das steigende Marktvolumen brachte entsprechende Anforderungen an die Abwicklungsabteilungen mit sich. 2005 stellten internationale Aufsichtsbehörden fest, dass in diesem Bereich massive Rückstände in der Erfassung und Abwicklung von Kreditderivaten aufgetreten waren. Dies war einerseits auf fehlende Systeme und andererseits auf mangelnde Ressourcen zurückzuführen. Für 2006 ist eine laufende Reduzierung des Backlogs zu erwarten. Die zunehmende Auslagerung von Abwicklungstätigkeiten auf externe Dienstleister stellt diese vor große Herausforderungen, um sicherzustellen, dass eine korrekte Darstellung und Bewertung vorgenommen werden kann. Daneben wird es aufgrund der schnellen Veränderungen in diesem Markt weiterhin Bedarf an Systemanpassungen gegeben.

Aber auch auf Seiten der Käufer von Kreditderivaten muss sichergestellt werden, dass die Auswirkungen auf die Risikoposition des Unternehmens korrekt erfasst, gemessen und somit Risiken bewußt gesteuert werden können. Die bevorstehenden Änderungen im regulatorischen Umfeld (z.B. Basel II) bedingen, dass vor dem erstmaligen Kauf eines Kreditderivats sichergestellt sein muss, dass dieses im Risikomanagement abgebildet werden kann. Dies gilt umso mehr, wenn die Systeme eines externen Dienstleisters im Rahmen von Outsourcing in Anspruch genommen werden.

Volatilität in der externen Rechnungslegung

Vorausgesetzt, dass viele Banken und andere Emittenten von Schuldverschreibungen bis 2007 ihre externe Rechnungslegung auf IFRS umstellen müssen, sollte auch die Bilanzierung von Kreditderivaten nach IFRS besonders beleuchtet werden. Das IASB hat im Jahr 2005 den IAS 39 – Erfassung und Bewertung von Finanzinstrumenten – um neue Regelungen ergänzt. Demnach sind Kreditderivate entweder als Finanzgarantie oder als derivatives Finanzinstrument zu erfassen. Eine Einstufung als Finanzgarantie ist dann zulässig, wenn durch das Derivat ein konkreter Schaden des Sicherungsnehmers im Falle des Defaults, etwa ein konkreter Zahlungsausfall, ersetzt wird. Eine Kreditgarantie muss auch nach IFRS nur in jenem Ausmaß bilanziert werden, in dem ein Verpflichtungsüberhang besteht. Wertänderungen aufgrund von Marktpreisschwankungen können unberücksichtigt bleiben. Ist eine Zahlung unabhängig von einem konkreten Vermögensschaden des Sicherungsnehmers (etwa im Falle einer abstrakten Cash Only Settlement Klausel), ist das Kreditderivat aber als derivatives Finanzinstrument einzustufen. Damit zwingend verbunden ist eine erfolgswirksame Bewertung zum Fair Value, die zu einer verstärkten Volatilität in der Gewinn- und Verlustrechnung führt.

Sofern das Kreditderivat als Sicherungsgeschäft abgeschlossen wurde, können diese Wertänderungen des

Derivats aber dann neutralisiert werden, wenn die Voraussetzungen für Hedge Accounting vorliegen. Eine zentrale Voraussetzung dafür ist allerdings, dass die Wertänderungen des Sicherungsgeschäftes (dem Kreditderivat) mit den Wertänderungen des Grundgeschäfts (einem Bond) nahezu vollständig ausgeglichen werden.

Dies ist dann gegeben, wenn sich die Marktpreise für das Kreditderivat am tatsächlichen Kreditrisiko orientieren. Durch spekulative Einflüsse kann es aber zu einer Verschiebung kommen, wodurch die strengen Anforderungen des IAS 39 an die Effektivität von Sicherungsbeziehungen nicht mehr erfüllt werden. Eine Abbildung des Sicherungszusammenhangs zwischen dem Grundgeschäft und dem Kreditderivat in der externen Rechnungslegung ist dann nicht mehr möglich.

Notwendigkeit einer integrierten Betrachtungsweise

Der Einsatz von Kreditderivaten kann durchaus sinnvoll und vorteilhaft sein. Die Marktentwicklungen und Produktneuheiten lassen auch weiterhin starkes Wachstum erwarten. Man muss sich allerdings bewußt sein, dass diese Entwicklung nicht nur Chancen sondern auch Risiken mit sich bringen. Daher ist es erforderlich, den Einsatz von Kreditderivaten im Rahmen einer integrierten Betrachtungsweise zu analysieren und die potentiellen Auswirkungen auf alle Bereiche eines Unternehmens zu betrachten.

¹ Quelle: Standard vom 22. Februar 2006, Stand bis Juni 2005

Der Autor



Mag. Gerhard Margetich

Alter: 35

Gerhard Margetich ist seit 1997 als Steuerberater bei PwC tätig. Zu seinen Tätigkeitsschwerpunkten zählen neben der Prüfung von Banken und Finanzinstituten, auch die Beratung im Bereich Bankaufsichtsrecht.

Weiters ist er für IFRS-Umstellungsprojekte bei Banken und Investment Managern sowie Spezialfragen im Zusammenhang mit der Bilanzierung von Finanzinstrumenten zuständig.

Er vertritt PwC Österreich bei der Pan European Regulatory Advisory Group – Banking & Capital Markets und ist auch aktives Mitglied der Austrian Corporate Reporting Group. Des Weiteren ist er Delegierter der Kammer der Wirtschaftstreuhänder bei der Banks Working Party der FEE (Fédération des Experts Comptables Européens).

Themenvorschau

Thema der nächsten Ausgabe

Säule 2 von Basel II – Quantitative Anforderungen an das Risikomanagement

Die Messung von Risiken, vor allem des Kreditrisikos, war für Banken eines der Topthemen in den letzten Jahren. Viel Zeit und Ressourcen wurden in das Projekt Basel II – Säule 1 gesteckt, um den Ansprüchen der Basler Empfehlungen als auch der Draftversion der EU-Richtlinie gerecht zu werden. Nun verlagert sich das Hauptaugenmerk bei der Umsetzung von Basel II auf die Säule 2, insbesondere auf den Internal Capital Adequacy Assessment Process (ICAAP). Mit dem kürzlich erschienenen Leitfadener zur Gesamtbankrisikosteuerung bieten die Österreichische Nationalbank, und die Finanzmarktaufsicht den österreichischen Kreditinstituten eine Hilfestellung für die Umsetzung der Anforderungen des ICAAP an.

Der nächste Artikel stellt die wesentlichen Anforderungen der Säule 2 (ICAAP) dar. Darüber hinaus wird die Anwendbarkeit dieses Konzeptes für Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften diskutiert.



Tipps

PwC Studie

IFRS survey: The European investors' view

www.pwc.com/at/Publikationen

PwC Broschüre

International Taxation of Credit Derivatives

2nd Edition, 2002

Comprehensive guide to credit derivative instruments and the associated benefits, risks and accounting issues.

Diese Broschüre können Sie bei sabrina.weissenbaeck@at.pwc.com bestellen.

Buch

Josef Gruber / Walter Gruber / Hendryk Braun (Hrsg.)

Praktiker-Handbuch

Asset-Backed-Securities und Kreditderivate – Strukturen, Preisbildung, Anwendungsmöglichkeiten, Aufsichtliche Behandlung

2005, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart (www.schaeffer-poeschel.de)

Stellungnahme

IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung:

Bilanzierung von Kreditderivaten (IDW RS BFA 1) vom 04.12.2001
Die Wirtschaftsprüfung, Heft 4/2002, S. 195 ff

www.pwc.at

Medieninhaber und Herausgeber: PwC PricewaterhouseCoopers, Erdbergstraße 200, 1030 Wien

Für den Inhalt verantwortlich: Mag. Andrea Cerne-Stark, andrea.cerne-stark@at.pwc.com

Für Änderungen der Zustellung verantwortlich: Sabrina Weissenbäck, sabrina.weissenbaeck@at.pwc.com,

Tel.: 01/501 88-3643, Fax: 01/501 88-648

Der Inhalt dieses Newsletters wurde sorgfältig ausgearbeitet. Er enthält jedoch lediglich allgemeine Informationen und kann eine individuelle Beratung im Einzelfall nicht ersetzen. PwC übernimmt keine Haftung und Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der enthaltenden Informationen und weist darauf hin, dass der Newsletter nicht als Entscheidungsgrundlage für konkrete Sachverhalte geeignet ist. PwC lehnt daher den Ersatz von Schäden welcher Art auch immer, die aus der Verwendung dieser Informationen resultieren, ab.