

# Der Handel von Kreditrisiken: Eine neue Dimension des Kapitalmarktes

Jan Pieter Krahen\*

Vortrag auf der Jahrestagung des *Vereins für Socialpolitik* 2004  
Vorläufige Kurzzusammenfassung  
Stand: 1. September 2004

---

\*Goethe-Universität and CFS Center for Financial Studies, Frankfurt, and CEPR. Correspondence:  
CFS, Taunusanlage 6, D-60329 Frankfurt(Main), Germany, E-Mail: [krahen@wiwi.uni-frankfurt.de](mailto:krahen@wiwi.uni-frankfurt.de)

# Kurzzusammenfassung

Der Handel von Kreditrisiken als Teil der *strukturierten Finanzierung* umfaßt die Gesamtheit der maßgeschneiderten Finanzprodukte, mit deren Hilfe ein direkter Kontakt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmen hergestellt wird. Hierzu zählen neben Verbriefungen –denen Portfolios von Ansprüchen, wie Unternehmensanleihen, Kreditkartenforderungen, Leasingforderungen oder Bankkredite zugrunde liegen– auch der Handel mit Einzelforderungen und mit Derivaten auf einzelne Risikofaktoren, vor allem Zins- und Kreditrisiken. Die wachsende Bedeutung strukturierter Finanzprodukte in den letzten 15 Jahren wird häufig als Zeichen einer zunehmenden Disintermediation der Unternehmensfinanzierung interpretiert, bei der eine bankvermittelte Finanzbeziehung durch Anleihen im Sinne einer direkten Vertragsbeziehung zwischen Anleger und Unternehmen ersetzt wird.

Das vorliegende Essay geht der Rolle der Banken in diesem Wandlungsprozeß nach. Dabei soll ein Überblick zur Entwicklung des Marktes für sogenannte strukturierte Finanzierung gegeben werden (*Abschnitt 2: Kreditrisikotransfer: Produkte und Markt*). Anschließend soll nach den Konsequenzen der Entwicklung des Verbriefungsmarktes für die Rolle von Banken bei der Unternehmensfinanzierung gefragt werden (*Abschnitt 3: Eine ökonomische Erklärung der Marktentwicklung*). Zur Bearbeitung dieser Aufgabenstellung wird zuerst eine Erklärung der beobachteten Strukturierung von Finanzprodukten benötigt, und anschließend ist diese Erklärung empirisch zu überprüfen (*Abschnitt 4: Eine Auswahl empirischer Befunde*).

Die hier vorgestellten Erklärungshypothesen konzentrieren sich auf eine für unsere Ausgangsfrage besonders interessante Klasse strukturierter Produkte, nämlich auf Kreditverbriefungen. An dieser Produktklasse der *Collateralized Loan Obligations* (CLO) läßt sich die Bedeutung einer optimalen Transaktionsstruktur besonders gut verdeutlichen. Zudem steht diese Verbriefungsart im Zentrum der These von der schrittweisen Ablösung eines bankbasierten Finanzsystems durch eine marktgetriebene Unternehmensfinanzierung

Im abschliessenden Teil (*Abschnitt 5: Wirtschaftspolitische Folgerungen*) wird die Frage gestellt, wie sich eine zunehmende Einbindung des Kapitalmarktes in die Refinanzierung von Banken und Unternehmen auf die volkswirtschaftliche Risikoallokation auswirken wird. Damit eng verbunden sind die möglichen Auswirkungen einer zunehmenden Kreditverbriefung auf die Stabilität eines Finanzsystems. Eine Liste von Folgerungen für die Bankenaufsicht und für etablierte Sicherungseinrichtungen beschliesst diesen Abschnitt.

In der Gesamtschau ergibt sich damit die folgende Einschätzung: Das Vordringen strukturierter Finanzierung und, allgemein, das Vordringen der Verbriefung von Bankaktiva eröffnet tatsächlich eine neuartige Dimension des Kapitalmarktes, die Zerlegung kompakter Unternehmensvermögen (=aktiva) in getrennte Vermögensblöcke, für die eine isolierte Risiko- und Ertragsprognose erstellt wird, und die eigenständige Marktpreise besitzen. Dies ermöglicht die direkte Anbindung von *remote investors*, also uninformierten (Klein-) Anlegern und Pensionsfonds, als Finanziers an das informationssintensive und beziehungsbasierte Kreditgeschäft. Diese finanzakrobatische Meisterleistung gelingt allerdings nur unter eng definierten Bedingungen. Insbesondere wird gefordert, dass mittels Strukturierung der Transaktion eine Aufspaltung des Gesamtrisikos in informationsabhängige und informationsunabhängige Teile gelingt. Für den Transfer der letztgenannten Tranchen an *remote investors* lässt sich eine positive Auswirkung auf die Finanzsystemstabilität abschätzen.

Aus Sicht der Bankenaufsicht knüpft sich folgerichtig die Bewertung des CDO-Marktes an die Einhaltung der soeben skizzierten Bedingungen. Durch ihre aufsichtsrechtlichen Regelungen kann sie die Einhaltung dieser Bedingungen nachdrücklich befördern. Und sie sollte dies auch tun, denn die Auslagerung systemischer Risiken auf *remote investors* stellt eine Verbesserung der volkswirtschaftlichen Risikoteilung gegenüber der heute erreichten Situation dar.