

Jenny Stephan

CDS-Implied vs. Agency Ratings

Ein Vergleich zweier Instrumente zur Bewertung von Kreditrisiken

Bachelorarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



CDS-Implied vs. Agency Ratings

Ein Vergleich zweier Instrumente zur Bewertung von Kreditrisiken

Bachelorarbeit

Duale Hochschule Baden-Württemberg Karlsruhe

Fakultät Wirtschaft

Studiengang BWL-Bank



Verfasserin: Jenny Stephan

Kurs: WBK07B1

Abgabedatum: 31. August 2010

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	III
Abbildungsverzeichnis.....	IV
1. Einleitung.....	1
1.1 Zielsetzung der Untersuchung.....	1
1.2 Vorgehensweise.....	2
2. Grundlagen.....	3
2.1 Bedeutung und Aufgaben des Kreditrisikomanagements.....	3
2.2 Definition und Systematisierung von Kreditrisiken.....	4
2.3 Kreditderivate als Instrument zur Absicherung von Kreditrisiken..	5
3. Externe Ratings als Standardinstrument zur Bonitätsbeurteilung.....	8
3.1 Definition und Arten von Ratings.....	8
3.2 Funktionen und Adressaten.....	9
3.3 Ratingprozess.....	11
3.4 Nachteile externer Ratings.....	14
4. Credit Default Swaps (CDS).....	17
4.1 Definition.....	17
4.2 Determinanten des CDS-Spreads.....	20
4.3 Bewertung von CDS.....	21
4.4 CDS-Implied Rating.....	25
5. Vergleich von CDS-Implied Ratings (CDS-IR) und externen Ratings.	29
5.1 Hypothesen-Formulierung.....	29
5.2 Untersuchungsdesign.....	30
5.3 Vorgehensweise.....	34
5.4 Ergebnisse.....	35
6. Auswertung der Ergebnisse.....	51
7. Schlussbetrachtung.....	54
Literaturverzeichnis.....	V
Anhang.....	XI

Abkürzungsverzeichnis

OTC	over-the-counter
CDS	Credit Default Swap
S&P	Standard & Poor's
Moody's	Moody's Investors Service
Fitch	Fitch Ratings
CDS-IR	CDS-Implied Rating
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
Gaps	Ratinggaps

Abbildungsverzeichnis

- Abb. 1 Globales Marktvolumen von Kreditderivaten
- Abb. 2 Klassifikation von Kreditderivaten
- Abb. 3 Ratingnotationen der führenden internationalen Ratingagenturen
- Abb. 4 Grundstruktur eines Credit Default Swaps
- Abb. 5 Cash-Flow-Darstellung eines Credit Default Swaps
- Abb. 6 Definition der Ratinggaps zwischen dem Agency Rating und dem CDS-IR
- Abb. 7 Einfluss der Ratingunterschiede zwischen dem Agency Rating und dem CDS-IR auf das Agency Rating innerhalb von 3 Jahren
- Abb. 8 Skalierung der Untersuchung
- Abb. 9 Skalierungsdiagramme Carrefour SA
- Abb. 10 Analyse Branchentrend Elektronikbranche/
Elektrizitätsversorgung
- Abb. 11 Analyse Branchentrend Telekommunikation
- Abb. 12 Analyse Branchentrend Versicherungswesen
- Abb. 13 Analyse Branchentrend Finanzdienstleistung
- Abb. 14 Analyse Ländertrend Italien
- Abb. 15 Analyse Ländertrend Spanien
- Abb. 16 Analyse Ländertrend Deutschland
- Abb. 17 Analyse Ländertrend Frankreich
- Abb. 18 Aufspaltung der Standardabweichungen des CDS-IR

1. Einleitung

1.1 Zielsetzung der Untersuchung

„Unübersichtlich und brandgefährlich - das ist der Markt für Kreditderivate in den Augen vieler Kritiker.“ lautete ein Zitat der Financial Times Deutschland als ein Fazit der Wirtschafts- und Finanzkrise 2008.¹ Die vorliegende Untersuchung soll u.a. aufklären, inwiefern diese Aussage zutreffend ist. Schließlich wäre die Kreditvergabe der Banken in heutigem Ausmaß ohne die Möglichkeit der Separierung des Kreditrisikos durch Kreditderivate nicht mehr möglich. Der Credit Default Swap (CDS) ist das bedeutendste Kreditderivat und ermöglicht den Transfer des Kreditrisikos vom Kreditgeber auf den Sicherungsgeber. Folglich spiegelt der Markt für CDS die Bereitschaft der Marktteilnehmer wider, dass Kreditrisiko für ein bestimmtes Unternehmen vom Kreditgeber zu übernehmen. Diese sollte u.a. auf der objektiven Einschätzung der Bonität des Kreditnehmers basieren. Eine solche Einschätzung wird im Idealfall durch externe Ratingagenturen gegeben werden. Trotzdem ergeben sich signifikante Unterschiede im Vergleich zwischen den externen Ratings und dem CDS-Implied Rating (CDS-IR), welches sich an dem beschriebenen Markt orientiert. Im Folgenden werden die Differenzen der Ratings und vor allem ihre Ursachen analysiert. Dafür wird auf die Vorgehensweise zur Erstellung eines externen Ratings sowie auf die Preisbildung am CDS-Markt eingegangen. Anschließend wird der Einfluss von Länder-, Branchentrends und Krisensituationen auf die Entwicklung der Ratings untersucht, um ihre Aussagekraft als Bonitätseinschätzung bewerten zu können. Da sich der CDS-Markt durch individuelle Marktmeinungen bildet, ist für das CDS-IR zusätzlich das Ausmaß von Behavioral Finance Aspekten zu prüfen. Abschließend wird anhand der verschiedenen Komponenten festgestellt, ob und in welchem Umfang das CDS-IR als Ersatzinstrument für die Beurteilung von Kreditrisiken durch externe Ratings herangezogen werden kann.

¹ Vgl. Financial Times Deutschland (2010a) (online), S. 1.

1.2 Vorgehensweise

Um die für die Zielerreichung notwendige Analyse durchzuführen, werden zunächst die für das Verständnis erforderlichen Grundlagen dargestellt. Einleitend wird dafür die existenzielle Bedeutung eines erfolgreichen Kreditrisikomanagements für Banken erläutert. Es ist zu beachten, dass als Referenzgeschäfte immer nur Entleihungen an börsennotierte Unternehmen betrachtet werden. Es wird weiterhin angenommen, dass somit die Voraussetzung der Existenz eines externen Ratings und eines CDS-Marktes erfüllt ist. Diese Annahmen sind in der Praxis nicht selbstverständlich, aber für die Untersuchung unabdingbar. Nach der Erläuterung der Funktionen des Kreditrisikomanagements, werden die Kreditrisiken kurz definiert und systematisiert. Anschließend wird auf die unvermeidliche Steuerung der Risiken im Bankgeschäft durch Kreditderivate eingegangen. Der nächste Gliederungspunkt stellt das externe Rating in den Mittelpunkt der Betrachtung. Es werden alle relevanten Grundlagen beleuchtet und die wichtigsten drei Ratingagenturen anhand ihrer Ratingprozesse vorgestellt. Mit der das Kapitel abschließenden Vorstellung der Grenzen externer Ratings wird ein theoretischer Vorausgriff auf die Ergebnisse der Analyse vorgenommen. Der darauffolgende Themenschwerpunkt der CDS umfasst weitere notwendige Grundlagen für die Durchführung der Hauptuntersuchung. Hierbei sind Determinanten, die Bewertung und das CDS-IR thematisiert. Anhand dieser Schwerpunkte werden bereits theoretische Unterschiede zum externen Rating ersichtlich, die im anschließenden Teil der Arbeit praktisch untersucht werden. Der sich jetzt anschließende Kern der Analyse besteht im Vergleich der externen Ratings mit dem CDS-IR. Zur besseren Strukturierung werden zunächst die Hypothese, getroffene Annahmen und das Untersuchungsdesign formuliert. Es schließt sich der eigentliche Vergleich und die Ergebnisse an. Besondere Beachtung wird dabei den Branchen- und Länderrends sowie dem Einfluss von Krisensituationen auf den Verlauf der Graphen beigemessen. Im abschließenden Kapitel der Untersuchung werden die ermittelten

Ergebnisse ausgewertet und der Bezug zu den vorab genannten Zielstellungen der Arbeit hergestellt.

2. Grundlagen

2.1 Bedeutung und Aufgaben des Kreditrisikomanagements

Während die Unternehmensinsolvenzen in Deutschland 2009 im Vergleich zum Vorjahr um 12% angestiegen sind, haben sich die damit verbundenen voraussichtlichen Forderungen mit einem Anstieg von 230% auf ca. 73,1 Mrd. EUR mehr als verdreifacht. Die Ursache für den vielfach höheren Forderungsanstieg liegt in einigen Großinsolvenzen.² Für das Kreditrisikomanagement von Banken ist es an dieser Stelle wichtig, auch bei derartigen Volatilitäten Risiken richtig einzuschätzen. So ist z.B. nach § 91 II des Aktiengesetzes geregelt, dass das Kreditrisikomanagement als permanenter Prozess kontinuierlich angewendet werden muss.³

Mit dem Risikomanagement wird das Ziel verfolgt, das Gesamtrisiko der Unternehmung im Rahmen der vorab definierten Risikobereitschaft (Risikoappetit) zu halten⁴ und „ein insgesamt ausgewogenes Verhältnis zwischen Ertrag und Risiko zu erreichen“.⁵ Der jeweilige Risikoappetit ist abhängig von der unternehmensspezifischen Risikostrategie. Die zur Zielerreichung erforderliche Vorgehensweise umfasst folgende drei Hauptaufgaben:

1. Risikoidentifizierung
2. Risikoquantifizierung
3. Risikosteuerung⁶

In der Praxis richtet sich der Fokus zunehmend auf die dritte Aufgabe und äußert sich in der aktiven Steuerung der Kreditrisiken unter Einbeziehung

² Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2010), S. 30.

³ Vgl. Reichling / Bietke / Henne (2007), S. 213.

⁴ Vgl. Cremers / Walzner (2007), S. 37.

⁵ Müller (2000), S. 44.

⁶ Vgl. Schiller / Tytko (2001), S. 3.

einer Portfoliostrategie.⁷ Diese Steuerung wird durch den Handel mit Kreditderivaten ermöglicht, indem das Kreditrisiko von der Basisposition separiert und auf andere Marktteilnehmer übertragen wird. Die Voraussetzung ist ein liquider Sekundärmarkt.⁸ Im Kapitel 2.3 werden Kreditderivate als Absicherungsinstrument näher erläutert.

Des Weiteren kann es zu der Annahme kommen, dass eine Minimierung des Kreditgeschäfts zur gewünschten Risikoreduzierung führt. Sie würde aber aufgrund der signifikanten Einschränkungen der Refinanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen zu gesamtwirtschaftlichen Verwerfungen führen.⁹

2.2 Definition und Systematisierung von Kreditrisiken

In Anlehnung an Schierenbeck sind Kreditrisiken in der Kategorie der Gegenparteirisiken anzusetzen.¹⁰ Schiller / Tytko unterscheiden darüber hinaus zwischen dem originären (aktiven) und derivativen (passiven) Kreditrisiko.¹¹

Das originäre Kreditrisiko umfasst das Bonitäts-, Liquiditäts-, Sicherungs- und Länderrisiko. Es bezeichnet die Unsicherheit, dass der Kreditvertrag aus Schuldnersicht nicht vereinbarungsgemäß erfüllt wird. Das derivative Kreditrisiko hingegen entsteht durch Zinsänderungs-, Inflations-, Währungs- und Konsortialrisiken.¹²

In Hinblick auf die Zielsetzung der Untersuchung wird die grundlegende Systematisierung nun vereinfacht und entsprechend der Problematik konkretisiert. Die Gefahr der nicht vereinbarungsgemäßen Erfüllung des Kreditvertrages äußert sich in der Unsicherheit des Gläubigers einer Forderung über die Zahlungsfähigkeit oder –willigkeit seines Schuldners. Forderungen werden u.a. definiert als Zins- und Tilgungsleistungen aus Krediten und Anleihen sowie Forderungen aus dem positiven Marktwert

⁷ Vgl. Benner / Burkhardt / Körnert / Lohmann / Walther / Wilkens (2005), S. 25.

⁸ Vgl. Burghof / Henke / Rudolph (2000), S. 158.

⁹ Vgl. Benner / Burkhardt / Körnert / Lohmann / Walther / Wilkens (2005), S. 25.

¹⁰ Schierenbeck (2004), S. 15.

¹¹ Vgl. Schiller / Tytko (2001), S. 5.

¹² Vgl. Schiller / Tytko (2001), S. 6.