

Kreditverbriefung seit der Finanzkrise: Subordinationsdesign als Optimierungsparameter

Janik Jugl



University of Zurich

Keywords: Collateralized Debt Obligation, Collateralized Loan Obligation, Entwicklung des europäischen Marktes, Subordinationsdesign

JEL Classification: G19, G12, C30

Executive Summary

Einleitung

Das Finanzinstrument der Kreditverbriefung und im Speziellen das der Collateralized Debt Obligation (CDO) erlangte in den Jahren der globalen Finanzkrise eine unehrenhafte Bekanntheit. Das zunächst als eines der bedeutendsten Finanzinnovationen gefeierte Instrument der Kreditverbriefung, das ursprünglich Banken zu einer besseren Risikoallokation verhelfen sollte, zeigte in den Jahren 2007/2008 seine Schattenseite [Zimmermann, 2010]. So kam es in diesen Jahren zu einer bis dato nie gesehenen Abfolge von Kausalereignissen, ausgelöst durch den Einbruch des Kreditverbriefungsmarktes. Nach diesem vollständigen Stillstand im Markt für Kreditverbriefungen ist dessen Entwicklung in den letzten Jahren von geänderten ökonomischen Rahmenbedingungen geprägt. Die globale Ökonomie befindet sich seit der Finanzkrise in einem historischen Niedrigzinsumfeld. Diese, von den Zentralbanken angestossene keynesianische Massnahme zur Revitalisierung der Ökonomie, bringt zwei Implikationen mit sich [Economist, 2014].

Zum einen kurbelt ein niedrigeres Zinsniveau die Ökonomie und die Nachfrage nach Krediten an. Kreditinstitute befinden sich jedoch in einem Dilemma zwischen Befriedigung der Kreditnachfrage und der Erfüllung von stetig wachsenden regulatorischen Eigenmittelanforderungen. Hier hat die Kreditverbriefung einen deutlichen Einfluss auf die Risikosteuerung von Kreditinstituten. Mittels aktivem Kreditportfolio-Management durch die Verbriefung von Forderungen können Banken ihr Aktivgeschäft ausweiten, indem sie Kreditrisiken an die Finanzmärkte auslagern.

Die zweite Implikation bezieht sich auf die Investoren in den Finanzmärkten. Bei diesen sorgt das niedrige Zinsniveau für magere Renditen auf festverzinslichen Anlagen. Dieser Umstand weckt die Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten mit attraktiven Renditen. Die beiden oben beschriebenen Sachverhalte führen dazu, dass das Instrument der Kreditverbriefung zum einen von der Angebotsseite als nützliche Risikotransfermethode abermals entdeckt wurde, zum anderen von der Nachfrageseite als Anlagemöglichkeit mit einer höheren Verzinsung attraktiv erscheint und zu einem erneuten Schub im Markt für Kreditverbriefung gesorgt hat. Speziell im europäischen Securitizationsmarkt brachten die Ankündigungen der Europäischen Zentralbank, Asset Backed Securities zu erwerben, um die Kreditvergabe im Euroraum anzukurbeln, Kreditverbriefungen auf die Agenda der medialen Berichterstattung zurück [Jost, 2015] [Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2014] [Neue Zürcher Zeitung, 2014].

Die obengenannten Entwicklungen machen die Betrachtung der Thematik daher besonders aktuell und relevant. Aus diesem Grund widmet sich diese Bachelorarbeit dem europäischen Markt für Kreditverbriefung. Der besondere Fokus dieser Arbeit liegt dabei auf der Sparte der Collateralized Debt Obligations und deren Unterkategorie, den sogenannten Collateralized Loan Obligations. Collateralized Loan Obligation (CLO) sind Verbriefungen von besicherten Unternehmenskrediten. Diese Art der Kreditverbriefung erlebte in den letzten Jahren ein besonderes Wachstum [Stark-Urzendnik, 2013]. Die Ursache hierfür ist, dass CLOs sich im Gegensatz zu Subprime CDOs während der Finanzkrise als eher stabil herausgestellt haben [Franke and Weber, 2009, S.2]. Zwar litten auch die CLOs unter dem epidemieartigen Ausbruch des Vertrauensverlustes gegenüber Kreditverbriefung, die rasche Wiederbelebung des Marktes macht jedoch die Analyse dieses Finanzkonstruktes besonders interessant.

Ziele und Struktur

Die vorliegende Bachelorarbeit beschäftigt sich allen voran mit der Untersuchung des Strukturdesigns der Collateralized Debt Obligations im europäischen Markt zwischen 2009 und 2015. Die Analyse des Designs der CDO-Emission erfolgt anhand eines Datensatzes bestehend aus 185 CDO-Transaktionen. Die Ausgestaltung dieser Kreditverbriefung wird auf das gewählte Subordinationsdesign, das heisst die Anzahl und Gliederung untergeordneter Tranchen, sowie auf die Höhe der gewählten Credit Spreads untersucht. Diese Analysen werden durchgeführt, um zum einen ein Bild über die Entwicklung des europäischen Marktes für CDOs in der Post-Finanzkrise zu gewinnen und zum anderen um herauszufinden, von welchen Determinanten und Motivationen das optimale Transaktionsdesign einer CDO-Emission getrieben sind.

In einem ersten Abschnitt vermittelt die Arbeit einen allgemeinen Überblick über die Thematik der Collateralized Debt Obligations. Dabei wird zunächst eine begriffliche Differenzierung vorgenommen, um danach genauer auf die Funktionsweise, den Prozess der Verbriefung sowie die Rolle der Ratingagenturen bei dem Verbriefungsprozess einzugehen. In einem zweiten Abschnitt folgt sodann die Analyse des Datensatzes, ein Überblick über die Entwicklung des europäischen CDO-Marktes sowie die empirische Auswertung der Determinanten, die das Transaktionsdesign der CDO-Emissionen massgeblich beeinflussen. Schliesslich werden die gewonnenen Erkenntnisse in einem Fazit zusammengefasst, um eine Antwort auf die Frage des optimalen Subordinations- bzw. Transaktionsdesigns einer Collateralized Debt Obligation zu finden.

Ergebnisse der empirischen Analyse

Bei der Entwicklung des Marktes für Collateralized Debt Obligations im europäischen Markt in der Post-Finanzkrisenzeit kommt die Arbeit zu dem Ergebnis, dass es im Markt zu einer deutlichen Fluktuation bei den Emissionsvolumina kam. In den letzten Jahren zeichnete sich jedoch ein steigender Trend ab, vor allem bei den durch Unternehmenskredite besicherten Collateralized Debt Obligations. Ebenfalls lässt sich bezüglich der Ausgestaltungsmerkmale der CDOs ein sehr heterogener Markt vorfinden, in dem ab dem Jahr 2013 ein Vereinheitlichungsprozess stattfindet. Dies zeigt sich sowohl bei den jeweiligen Transaktionsvolumina, bei dem Subordinationsdesign sowie bei der Höhe der ausgezahlten Credit Spreads.

Bezüglich der Evolution des Subordinationsdesigns wird in der vorliegenden Bachelorarbeit zunächst die Hypothese überprüft inwieweit die Sophistiziertheit des CDO-Marktes die Anzahl emittierter Tranchen bestimmt. Das Ergebnis der empirischen Analyse zeigt, dass die Entwicklung des europäischen CDO-Marktes einen Segmentierungsprozess von Seiten der CDO-Originatoren vorantreibt, was die Anzahl der emittierten Tranchen erhöht. Als Approximation dient hierbei die Entwicklung des Subordinationsdesigns im Zeitverlauf. Die Erklärung hierfür ist, dass in einem entwickelten Markt Investoren besser ihre Risiko/Rendite Bedürfnisse und die Qualität von Finanzderivaten einschätzen können und so spezifische Wertpapiere nachfragen.

Die Untersuchung der Transaktionsvolumina auf die Wahl des Subordinationsdesigns liefert keine eindeutigen Ergebnisse. Betrachtet man die Transaktionen, die mit einer Erstverlustposition ausgestattet sind, so zeigt sich ein gering positiver Einfluss des Transaktionsvolumen auf die Tranchenanzahl. Das Volumen einer Transaktion kann jedoch nicht als Haupttreiber hinter der

Anzahl strukturierter Tranchen gesehen werden.

Die letzte untersuchte Determinante beschäftigt sich mit der Höhe der Erstverlustposition auf die Anzahl emittierter Tranchen. Die Ergebnisse zeigen einen signifikant negativen Zusammenhang. Dies bestätigt die postulierte Hypothese, denn durch eine grosse Erstverlustposition sinkt der Spielraum für eine Segmentierung in verschieden geratete Tranchen.

Der zweite Teil der empirischen Untersuchungen der vorliegenden Arbeit bezieht sich auf die Determinanten der Höhe des Credit Spread auf die einzelnen Tranchen. Dabei wurden Determinanten bezüglich des gewählten Transaktionsdesign betrachtet, um die Frage zu beantworten, ob hinter einer bestimmten Subordination die Motivation steckt, die Summe der ausgezahlten Credit Spreads zu minimieren. Ausserdem wurden noch weitere externe Variablen betrachtet, die die Höhe der Credit Spreads bestimmen sollten. Die Hypothesen erweisen sich jedoch nur als valide, wenn man den CDO-Markt der Jahre 2013 bis 2015 betrachtet. Hier offenbart sich eine Risikoprämie für die Illiquidität einer Transaktion approximiert durch das Emissionsvolumen. Ausserdem senkt die stärkere Unterlegung einer Tranche mit einem grösseren Puffer und einer dickeren Erstverlustposition die Credit Spreads auf der jeweiligen CDO-Transaktion.

Betrachtet man den gesamten Datensatz invertiert sich der Effekt. Transaktionen mit einem geringeren Emissionsvolumen weisen geringere Credit Spreads auf als solche mit einem grossen Transaktionsvolumen. Ein möglicher Erklärungsansatz könnte hier die Uneinheitlichkeit im CDO-Markt zwischen 2009 und 2013 sein, die es schwierig macht eindeutig Determinanten des Transaktionsdesigns zu finden.

Die Anzahl emittierter Tranchen in den getesteten Modellen haben keinen Einfluss auf die Höhe der Credit Spreads einer Transaktion. Es lässt sich nicht bestätigen, dass die Maximierung der Tranchen eine Informationsasymmetrie-Risikoprämie senkt, indem eine höhere Anzahl an Notices den Investoren mehr Informationen über etwaige Verlustverteilungen liefern.

Die externen Variablen wie die Entwicklung des TED-Spreads, um den Einfluss einer Prämie für systematisches Risiko zu überprüfen, eine Entwicklung der Credit Spreads über die Zeit oder die Ankündigung der europäischen Zentralbank, sich im Markt für Kreditverbriefungen zu engagieren, zeigen keine signifikanten Ergebnisse. Nur die Variable der Laufzeit einer Transaktion zeigt ein kontraintuitives Ergebnis mit einem sinkenden Credit Spread bei einer steigenden Laufzeit. Ein Grossteil der Validität der Hypothesen zeigt sich nur in den Jahren 2013-2015. In der unmittelbaren Post-Krisenzeit lassen sich die Hypothesen kaum auf den europäischen Markt der Kreditverbriefung anwenden. Das Datenmaterial lässt sich in zwei Marktphasen trennen: In eine Postfinanzkrisenzeit bis 2013 und anschliessend in eine normalisierte Zeit der Marktverfassung. Interessant ist daher die Frage, ob sich Originäre im europäische CDO-Markt einer gewissen Transaktionsausgestaltung annähern. Die Frage nach dem optimalen Design einer CDO-Transaktion kann keine statische Empfehlung sein. Dies bestätigen auch die, je nach Marktsituation sich ändernden, CDO-Transaktionsausgestaltungen in dem vorliegenden Datensatz.