

Ertrags- und Risikosicht bei Verbriefungen

Erfolge von Verbriefungen

Verbriefungen von Krediten werden immer beliebter – mit positiven Folgen für Ertrag und Risikotragfähigkeit. Die Messung der Folgen wird oft außer Acht gelassen, ist aber mit einfachen Methoden möglich. Wie dies gelingt, beschreibt Autor Lars Holzgraefe.

Autor Lars Holzgraefe ist Leiter des Produktmanagements bei der ifb group, Köln.

Bild: ifb group



Echte und synthetische Verbriefungen von Forderungen nehmen in jüngster Zeit deutlich zu. Die Institute verfolgen damit in der Regel drei Ziele: Sie reduzieren die Eigenkapitalunterlegung, beseitigen Volumen-Konzentrationen im Kreditportfolio und verbessern die Rendite durch günstigere Refinanzierungsmöglichkeiten. Weitgehend außer Acht gelassen wird jedoch die Messung des Ertrags, der aus Verbriefungen resultiert: An- und Verkauf von Forderungen verändern in einer wertorientierten Steuerung das Netto-Vermögen der Bank – mit direkten Auswirkungen auf die Risikotragfähigkeit. Insbesondere die Änderung des Netto-Vermögens durch Verbriefungen muss genau gemessen werden, nicht zuletzt wegen der zentralen Rolle der Risikotragfähigkeit im Kontext der Market Risk. Die Erfolgsmessung ist zudem erforderlich für eine erfolgsorientierte Vergütung des Adressrisiko-Treasurys. Der Beitrag zeigt im Folgenden, wie sich Verbriefungen auf Ertrag und Reinvermögen einer Bank auswirken und welche Aspekte in der Praxis zu berücksichtigen sind.

Der Nutzen von Verbriefungen

Das Aktivgeschäft beeinflusst das Risikodeckungspotenzial und damit die Risikotragfähigkeit durch folgende von Verbriefungen betroffenen Faktoren:

- ▶ Wert der Leistungsstörung durch geänderte Bewertung des Geschäfts.
- ▶ Risikoprämienbarwert der ausstehenden Cashflows.
- ▶ Barwert der ausstehenden Eigenkapitalkosten.

In welcher Form eine Verbriefung diese Größen verändert und wie diese Änderung gemessen werden kann, soll im Folgenden ausgeführt werden.

Ziel einer Verbriefung kann es unter anderem sein, die Informationsasymmetrie des Marktes auszunutzen, um bessere Refinanzierungsmöglichkeiten zu realisieren. Die Bruttomarge des verbrieften Geschäftes soll dadurch wachsen, dass statt einer Refinanzierung am Geld- und Kapitalmarkt eine günstigere Refinanzierung mittels des Kupons der nach Verbriefung begebenen Anleihe erreicht wird. Dies spielt insbesondere bei einer Verbriefung von Krediten sehr guter Bonität eine Rolle: Verbrieft zum Beispiel eine Bank mit einem Rating von A– Kredite in einer mit AA+ gerateten Emission, ist der Aufwand für die Refinanzierung der verbrieften Geschäfte geringer. Das bedeutet für die Bewertung des Einzelgeschäfts, dass das ursprüngliche Geschäft abgelöst und stattdessen der Restzahlungsstrom mit einem festen Marktzins geschlossen wird.

Diese Wertdifferenz als **erste Komponente** für die Erfolgsmessung der Verbriefung setzt sich folgendermaßen zusammen:

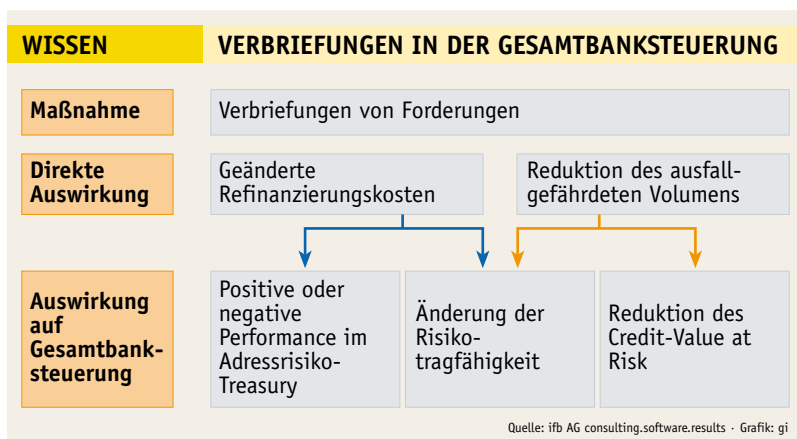
Beispiel:	
Barwert des Restzahlungsstroms nach Verbriefung:	1.100,00 Euro
– Wert der Gesamt- ablösung des Altgeschäftes:	1.050,00 Euro
Erfolg aus der Verbriefung:	50,00 Euro

Nächste Komponente der Erfolgsmessung ist die Veränderung der Risikoprämie des betroffenen Geschäfts. Bei einem Kundengeschäft beruht die ausstehende Risikoprämie auf dem ausstehenden Zahlungsstrom, den Sicherheiten, welche dem Konto zugeordnet sind, sowie auf der vom Rating abhängigen Ausfallwahrscheinlichkeit. Durch die Verbriefung ist darüber hinaus eine weitere Komponente zu berücksichtigen: Abgesehen vom First Loss, den der Verkäufer bei einer Verbriefung aus Incentive-Gründen behält, wird das Ausfallrisiko jetzt vom Käufer der Verbriefung getragen. Das heißt, der Volumenanteil, für den das Risiko übernommen wird, ist in der Risikoprämienkalkulation als voll besichert zu berücksichtigen. Insbesondere bei vorher nicht voll besicherten Konten senkt dies deutlich die zu erwartenden Ausfälle und damit die Risikoprämie:

Beispiel:	
Risikoprämie vor Verbriefung:	200,00 Euro
– Risikoprämie nach Verbriefung:	180,00 Euro
Erfolg aus der Verbriefung:	20,00 Euro

Folgen für Eigenkapitalkosten

Darüber hinaus kann eine Verbriefung auch die Eigenkapitalkosten einer Bank senken. Die Messung erfolgt am genauesten durch die Ermittlung des Credit-Value at Risk vor und nach der Verbriefung. Die Wertänderung ergibt sich im Wesentlichen durch die Veränderung des Exposures, das im Credit-Value at Risk berücksichtigt ist. Das Exposure sinkt durch die Risikoübernahme (siehe oben) wie durch eine zusätzliche Sicherheit. Die Re-



Beispiel:

Erzielter Preis des verbrieften Kredites:	887,00 Euro
– Fairer Preis:	827,00 Euro
Erfolg aus der Verbriefung:	60,00 Euro

Somit stellt sich der Gesamterfolg der Verbriefung exemplarisch folgendermaßen dar:

Beispiel:

Wertveränderung des Zahlungsstroms:	50,00 Euro
+ Reduktion des Risikoprämienbarwertes:	20,00 Euro
+ Reduktion des Eigenkapitalkostenbarwertes:	3,00 Euro
+ Erfolg aus dem erzielten Preis:	60,00 Euro
Gesamterfolg der Verbriefung:	133,00 Euro

Reduktion des Credit-Value at Risk lässt allerdings keine Rückschlüsse zu, inwieweit die Verbriefung zu einer Änderung des Nettovermögens der Bank führt. Eine Verringerung ist zwar ein Indiz für einen generellen Nutzen der Verbriefung, bezieht sich aber grundsätzlich nur auf den Risikohorizont des Kreditportfoliomodells. Sie ist daher nicht geeignet, in der Risikotragfähigkeitsrechnung berücksichtigt zu werden.

Einfacherer Ansatz

Idealtypisch müssten die Kosten der Eigenkapitalunterlegung während des aktuellen Risikohorizonts bestimmt werden, ebenso die Kosten aller zukünftigen Horizonte; beide würden auf das Datum der Verbriefung diskontiert werden. Doch in der Praxis kann man sich eines einfacheren Ansatzes bedienen. Diesem liegt folgende Annahme zugrunde: Ohne ein aktives Portfoliomanagement ist das Verhältnis von erwartetem und unerwartetem Verlust aus dem Kreditportfoliomodell relativ statisch; dieses Verhältnis ändert sich durch die Verbriefung und die dadurch erfolgte Neustrukturierung des Portfolios. Aus der barwertigen Risikoprämie kann somit ein Näherungswert für die barwertige Eigenkapitalunterlegung ermittelt werden.

Die Vorgehensweise erfolgt vor und nach der Verbriefung in jeweils drei Schritten:

1. Ermittlung des Verhältnisses von erwartetem und unerwartetem Verlust vor Verbriefung.
2. Berechnung des Näherungswertes für den Barwert der Eigenkapitalunterlegung vor Verbriefung. Dies erfolgt durch die Multiplikation des oben genannten Verhältnisses mit dem Risikoprämienbarwert des verbrieften Geschäftes vor der Verbriefung.
3. Der berechnete Näherungswert wird mit der aktuellen Eigenkapitalrendite-Forderung multipliziert. Das Ergebnis ist ein Näherungswert für den Barwert der Eigenkapitalkosten vor der Verbriefung.

nisses mit dem Risikoprämienbarwert des verbrieften Geschäftes vor der Verbriefung.

Für die Inputwerte nach der Verbriefung sind die Schritte 1 bis 3 zu wiederholen. Die Auswirkung der Verbriefung auf den Ertrag bestimmt sich dann wie folgt:

Beispiel:

Eigenkapitalkosten vor Verbriefung:	50,00 Euro
– Eigenkapitalkosten nach Verbriefung:	47,00 Euro
Erfolg aus der Verbriefung:	3,00 Euro

Ein entscheidender Faktor in der Erfolgsmessung der Verbriefung wurde allerdings bisher nicht angesprochen: der Erlöste Preis. Auf Basis der bisher beschriebenen Ergebnisse ließe sich der faire Preis eines verbrieften Kredites folgendermaßen bestimmen:

Beispiel:

Barwert des Margenzahlungsstroms nach Verbriefung:	1.050,00 Euro
– Risikoprämie nach Verbriefung:	180,00 Euro
– Eigenkapitalkosten nach Verbriefung:	47,00 Euro
Fairer Preis des verbrieften Kredites:	827,00 Euro

Sofern der erzielte Preis vom fairen Preis abweicht, liegt ein zusätzlicher Ertrag vor:

Nicht berücksichtigt wurden in der bisherigen Betrachtung die Transaktionskosten der Verbriefung. Um diese wäre der Gesamterfolg der Verbriefung zu reduzieren. Auf Basis der Kalkulation der Wertänderung des verbrieften Portfolios ist es in der skizzierten Weise möglich, den Nutzen von Verbriefungen im Sinne einer risiko- und ertragsorientierten Banksteuerung zu messen und nachhaltige Erfolge zu erzielen. Nur so können echte oder synthetische Verbriefungen konsequent in die Steuerung integriert werden.

