

Andreas Horsch / Tanja Rathmann

# Kreditrisikotransfer durch Kreditversicherung

Eine ökonomische Analyse der Prozesse,  
Strukturen und Regeln der Märkte für Kreditversicherungen



Prof. Dr. Andreas Horsch / Tanja Rathmann

# Kreditrisikotransfer durch Kreditversicherung

Eine ökonomische Analyse der Prozesse,  
Strukturen und Regeln der Märkte für Kreditversicherungen



## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2012 Verlag Versicherungswirtschaft GmbH Karlsruhe

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urhebergesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags Versicherungswirtschaft GmbH, Karlsruhe. Jegliche unzulässige Nutzung des Werkes berechtigt den Verlag Versicherungswirtschaft GmbH zum Schadenersatz gegen den oder die jeweiligen Nutzer.

Bei jeder autorisierten Nutzung des Werkes ist die folgende Quellenangabe an branchenüblicher Stelle vorzunehmen:

© 2012 Verlag Versicherungswirtschaft GmbH Karlsruhe

Jegliche Nutzung ohne die Quellenangabe in der vorstehenden Form berechtigt den Verlag Versicherungswirtschaft GmbH zum Schadenersatz gegen den oder die jeweiligen Nutzer.

Herstellung printsystem GmbH Heimsheim

ISSN 0947-6067

ISBN 978-3-89952-665-3

## Vorwort

Die Hamburger Gesellschaft zur Förderung des Versicherungswesens mbH hat die vorliegende Arbeit zu einem Zeitpunkt in Auftrag gegeben, als die weltweite Finanzmarktkrise der Jahre 2001 bis 2003 einigermaßen überwunden zu sein schien, die Gefahr der nächsten weltweiten und sehr viel weiter reichenden Krise sich aber bereits ankündigte. Die erste Krise direkt nach dem Jahrtausendwechsel betraf auch deutsche Versicherer erheblich, sofern und soweit diese gemeint hatten, von der vom Gesetzgeber eingeräumten größeren Freiheit hinsichtlich ihrer Kapitalanlage durch Anlage in volatilen Werten (vor allem Aktien) Gebrauch machen zu müssen, um höhere Erträge zu erzielen als durch die bislang vorgeschriebenen traditionellen Vermögensanlagen. Immerhin lernten sie aber ihre Lektion und kehrten zu weniger riskanten Anlagen zurück. Die im Laufe der 2007/2008 offenbar gewordenen und bis heute fortdauernden, nächsten Finanzmarktkrise aufgetretenen Risiken sind daraufhin von den Versicherern im Vergleich zu anderen Finanzdienstleistern bisher recht gut gemeistert worden.

Die Auswirkungen von Finanzmarktkrisen sind erheblich, auch für die Realwirtschaft. Nicht zuletzt das Risiko der Gläubiger hinsichtlich des Verlustes ausstehender Forderungen nimmt zu. Es steigt daher sprunghaft das Interesse, das Kreditrisiko zu mindern oder vollständig einem anderen Akteur zu übertragen.

Klassische Partner für einen solchen Risikotransfer sind die Kreditversicherer. Vor allem im letzten Jahrzehnt ist aber eine Reihe weiterer Finanzmarktakteure und -instrumente hinzugekommen, die alternative Lösungen für den Kreditrisikotransfer anbieten.

Der Beirat der Hamburger Gesellschaft zur Förderung des Versicherungswesens mbH hielt es bereits vor diesem Hintergrund für interessant und angebracht, eine wissenschaftliche Arbeit über die Kreditversicherung zu initiieren und dann in der Reihe der Gesellschaft zu veröffentlichen. Angesichts der bislang eher spärlichen Auseinandersetzung der Literatur mit dieser Versicherungssparte sollte der Vergleich mit daneben bestehenden anderen Transfermöglichkeiten eingebettet werden in eine umfassende ökonomische Analyse der Marktgegebenheiten. Dem Beirat gelang es daraufhin, mit Herrn Professor Dr. Andreas Horsch, Universitätsprofessor mit dem Schwerpunkt Investition und Finanzierung an der Technischen Berg-

akademie Freiberg, einen idealen Autor zu gewinnen. Ausschlaggebend für diese Wahl waren seine Forschungsinteressen auf den Schnittgebieten von Versicherungs-, Bank- und Finanzwirtschaft – die sich nicht zuletzt in einer ersten Zusammenarbeit mit der Hamburger Gesellschaft niedergeschlagen hatten („Rating in der Versicherungswirtschaft, eine ökonomische Analyse“, Band 31 der Schriftenreihe der Hamburger Gesellschaft für das Versicherungswesen, Karlsruhe 2006). Die Bearbeitung des Themas wurde als Drittmittelprojekt zwischen der Hamburger Gesellschaft zur Förderung des Versicherungswesens mbH und der TU Bergakademie Freiberg vereinbart, wodurch sich die überaus wertvolle Verstärkung des Lehrstuhl- und Autorenteam um Frau Dipl.-Kffr. Tanja Rathmann realisieren ließ.

Die Autoren haben die Erwartungen des Beirats mehr als erfüllt, denn wir sehen in dieser Arbeit einen wichtigen Lückenschluss in der wissenschaftlichen Literatur zur Kreditversicherung im Allgemeinen sowie einen wertvollen Beitrag zur Diskussion einzelner Sicherungswerkzeuge vor und in Krisen auf dem Finanzdienstleistungssektor im Besonderen. Folgerichtig würden wir uns über große Aufmerksamkeit und Verbreitung dieser Arbeit nicht nur innerhalb des Versicherungswesens freuen.

Hamburg, im Januar 2012

Der Beirat

Hamburger Gesellschaft zur Förderung  
des Versicherungswesens mbH



<b>3. Prozesse und Strukturen der Märkte für Kreditversicherung .....</b>	<b>57</b>
3.1 Institutionelle Entwicklung der Kreditversicherung.....	57
3.1.1 Geschichtlicher Überblick.....	57
3.1.2 Marktstrukturen realer Kreditversicherungsmärkte .....	65
3.1.3 Marktprozesse realer Kreditversicherungsmärkte .....	73
3.1.3.1 Kreditversicherung unverbriefteter Forderungen.....	73
3.1.3.2 Kreditversicherung unverbriefteter grenzüberschreitender Forderungen durch Sonderinstitutionen .....	79
3.1.3.3 Kreditversicherung verbriefteter Forderungen.....	83
3.2 Marktopportunitäten .....	85
3.2.1 Überblick.....	85
3.2.2 Einzelforderungsbezogene Maßnahmen .....	89
3.2.2.1 Transfer der Einzelforderung als Gesamtposition.....	89
3.2.2.2 Transfer des Kreditrisikos einer Einzelforderung .....	97
3.2.3 Forderungsbündelbezogene Maßnahmen.....	107
3.2.3.1 Transfer des Forderungsbündels als Gesamtposition .....	107
3.2.3.1.1 Factoring .....	107
3.2.3.1.2 Forderungsverbriefung.....	113
3.2.3.2 Transfer des Kreditrisikos eines Forderungsbündels .....	120
3.3 Auswahlentscheidungen über Instrumente des Kreditrisikotransfers.....	125
3.3.1 Vergleichskriterien .....	126
3.3.1.1 Anwendbarkeit von Varianten des Kreditrisikotransfers dem Grunde nach.....	126
3.3.1.2 Vergleich von Varianten des Kreditrisikotransfers der Vorteilhaftigkeit nach.....	128
3.3.2 Vergleichsergebnisse.....	134

<b>4. Kreditrisikotransfer, Finanzmarkt- und Weltwirtschaftskrise.....</b>	<b>143</b>
4.1 Entscheidende Institutionen und Prozesse auf Kreditmärkten .....	144
4.1.1 Kreditvergabe und Kreditbesicherung .....	144
4.1.2 Kreditrisikotransfer .....	152
4.2 Die Finanzmarktkrise als Kettenreaktion.....	157
<b>5. Marktregeln für Kreditversicherungsunternehmen.....</b>	<b>169</b>
5.1 Traditionelle Aufsichtskonzeptionen.....	169
5.1.1 Generalia .....	169
5.1.2 Beaufsichtigung von Kreditversicherungsunternehmen.....	173
5.2 Veränderungsimpulse durch Solvency II.....	177
5.3 Veränderungsimpulse durch die Finanzmarktkrise .....	191
5.4 Harmonisierung von Bank- und Versicherungsaufsichtsrecht als Grundsatzfrage .....	194
5.5 Die Beaufsichtigung von Kreditversicherungsunternehmen als Spezialproblem.....	201
<b>6. Fazit.....</b>	<b>205</b>
6.1 Zusammenfassung.....	205
6.2 Zukunftsperspektiven der Kreditversicherung.....	207
<b>7. Anhang: Kurzprofile wichtiger Kreditversicherungsunternehmen.....</b>	<b>211</b>
<b>8. Literatur .....</b>	<b>221</b>



## Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AnlV	Anlageverordnung
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
Bd./Bde.	Band/Bände
bes.	Besonders
bspw.	Beispielsweise
bzw.	Beziehungsweise
ca.	Circa
CD(s)	Credit Derivative(s)
CDS	Credit Default Swaps
d. h.	das heißt
Ders./Dies.	Derselbe/Dieselben
Diss.	Dissertationsschrift
EAD	Exposure at Default
ebda.	Ebenda
ed./eds.	Editor(s)
f.	folgende (Seite)
ff.	fortfolgende (Seiten)
FS	Festschrift
ggf.	Gegebenenfalls
h. M.	herrschende Meinung
Hervorh.	Hervorhebung(en)
i. e. S.	im engeren Sinne
i. w. S.	im weiteren Sinne
insbes.	Insbesondere
Jg.	Jahrgang
k. A.	keine Angabe
i. d. R.	in der Regel
i. R.	im Rahmen
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KVU	Kreditversicherungsunternehmen

KWG	Kreditwesengesetz
LGD	Loss Given Default
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
No./Nr.	Number/Nummer
o. g.	oben genannt(e, er, es)
o. Jg.	ohne Jahrgang(sangabe)
o. O.	ohne Ort(sangabe)
o. V.	ohne Verfasser
p. a.	per annum
PD	Probability of Default
Rdnr.	Randnummer(n)
S.	Seite(n)
s. o.	siehe oben
sog.	sogenannt(e, er, es)
SolvV	Solvabilitätsverordnung
Sp.	Spalte(n)
Tab.	Tabelle
Tz.	Textziffer
u. a.	unter anderem
u. d. T.	unter d(ies)em Titel
u. U.	unter Umständen
usw.	und so weiter
u. v. m.	und viele(s) mehr
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz – Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen
VaR	Value at Risk
vgl.	Vergleiche
Vol.	Volume
VU	Versicherungsunternehmen
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Ausgewählte Systematisierungsansätze für Risikoarten .....	11
Abb. 2:	Phasenschema des Risk Managements.....	23
Abb. 3:	Risikoindifferenzkurven idealtypischer Risikoneigungen .....	27
Abb. 4:	Systematisierung von Risikosteuerungsmaßnahmen .....	30
Abb. 5:	Instrumente des Kreditrisikotransfers im Überblick .....	52
Abb. 6:	Risikotransfer durch Kreditversicherung .....	54
Abb. 7:	Insolvenzszenarien und Auswirkungen auf den Kreditversicherungsnehmer.....	56
Abb. 8:	Weltmarktanteile der wichtigsten Kreditversicherungsunternehmen (2010) .....	66
Abb. 9:	Marktanteile wichtiger Kreditversicherungsunternehmen (Deutschland) .	67
Abb. 10:	Sparten der Kreditversicherung.....	73
Abb. 11:	Entwicklung des weltweit neu vergebenen Konsortialkreditvolumens .....	95
Abb. 12:	Credit Default Swap .....	98
Abb. 13:	Credit Spread Call .....	100
Abb. 14:	Total Rate of Return Swap .....	101
Abb. 15:	Credit Linked Note .....	102
Abb. 16:	Volumen des Kreditderivatemarktes im Zeitablauf .....	104
Abb. 17:	Handelsvolumina von Kreditderivaten nach Gattung .....	104
Abb. 18:	Grundstruktur echtes Factoring.....	108
Abb. 19:	Gesamtumsatzentwicklung Factoring .....	111
Abb. 20:	Theoretische Grundstruktur von ABS-Transaktionen.....	114
Abb. 21:	Faktische Grundstruktur von ABS-Transaktionen.....	116
Abb. 22:	Preisentwicklung am US-Wohnimmobilienmarkt 1988-2004.....	147
Abb. 23:	Niedrigzinspolitik der US-Notenbank 2000 – 2002.....	148
Abb. 24:	Verbriefungsketten .....	154
Abb. 25:	Verbriefungsvolumina auf dem US-amerikanischen Markt .....	156

Abb. 26:	Anstieg der US-Notenbankzinsen ab 2004 .....	158
Abb. 27:	Verfall der Immobilienpreise auf dem US-Markt 2006 .....	159
Abb. 28:	Anstieg der Risikoprämien im Interbankenzins .....	161
Abb. 29:	Anstieg der Risikoprämien von Bankschuldverschreibungen .....	162
Abb. 30:	Anstieg der Risikoprämien von Nichtbankanleihen.....	163
Abb. 31:	Drei-Säulen-Modell der Versicherungsaufsicht.....	182

## **Tabellenverzeichnis**

Tab. 1:	Typologie der Leistungsangebote der Kreditversicherungsunternehmen..	78
Tab. 2:	Wachstumsraten alternativer Risikotransferinstrumente .....	88
Tab. 3:	Grundformen von Kreditderivaten im Vergleich .....	103
Tab. 4:	Übertragung von Vergleichskriterien für Varianten der Kreditbesicherung auf solche des Kreditrisikotransfers.....	129
Tab. 5:	Synopse zentraler Varianten des Kreditrisikotransfers .....	141
Tab. 6:	Immobilienfinanzierung in den USA und Deutschland im Vergleich .....	151

# 1. Einleitung

## 1.1 Kreditversicherung als Handlungsoportunität auf Finanzmärkten

Eine Kreditbeziehung entsteht, wenn ein Vertragspartner (genannt Gläubiger) dem anderen (genannt Schuldner) *Verfügungsrechte* gewährt, die im Wesentlichen darin bestehen, dass der Schuldner zeitweilig und entgeltlich *über liquide Mittel* verfügen darf, die Eigentum des Gläubigers sind<sup>1</sup>. Dass der Schuldner im Gegenzug vertraglich verspricht, einen zeitverzögerten Kapaldienst in Form von Zins- und Tilgungsleistungen zu erbringen, bedeutet nicht, dass er diese Pflichten zukünftig auch tatsächlich erfüllt. Im Gegenteil kann es aus den unterschiedlichsten Gründen geschehen, dass er seinen Pflichten nicht nachkommt. Der Gläubiger gewährt daher den Kredit nur, wenn er ex ante mit ausreichend großer Wahrscheinlichkeit darauf *vertraut*, dass der Schuldner seine späteren Leistungen erbringt. Die Rolle dieses Vertrauens ist so elementar, dass sie dem Kredit ihren Namen gegeben hat (lat. credere = vertrauen). Gegenstand einer auf solche Vertragsverhältnisse gerichteten Versicherung sind folgerichtig „Gefahren [...], die bei einem *Anvertrauen von Werten* entstehen. Jedes Überlassen von Geld oder Ware auf Kredit, d. h. gegen das Versprechen späterer Rückzahlung oder Bezahlung, ist ein solches Anvertrauen und schließt das Risiko in sich, daß das Vertrauen getäuscht wird“<sup>2</sup>.

Da eine spätere Kapaldienstleistung in einer unvollkommenen Welt ex definitione nicht sicher ist, *geht mit jeder Kreditbeziehung ein Kreditrisiko einher*<sup>3</sup>. Dies gilt nicht nur für Kreditgewährungen, die allein zu Finanzie-

---

\* Diese Arbeit ist am Lehrstuhl für ABWL mit dem Schwerpunkt Investition und Finanzierung der TU Bergakademie Freiberg für die *Hamburger Gesellschaft zur Förderung des Versicherungswesens mbH* entstanden. Zuvorderst danken wir unseren beiden Betreuern, Herrn Dr. HELMUT MÜLLER und Herrn CLEMENS VON WEICHS, ganz besonders herzlich für ihre inhaltlich unverzichtbare und im Zeitablauf unerschütterliche Unterstützung. Unser Dank gilt ferner den Mitgliedern des Freiburger Lehrstuhlteams, hierunter Frau cand. rer. oec. SYLVIA FIEDLER, Frau cand. rer. oec. ANNE LAUTNER, Frau Dipl.-Kffr. JULIA JOSSEN, Herrn Dipl.-Kfm. HELKO UEBERSCHÄR sowie insbesondere Herrn Dipl.-Kfm. STEFFEN HUNDT und Herrn Dipl.-Kfm. JACOB KLEINOW.

<sup>1</sup> Vgl. einführend DeMarzo (1994).

<sup>2</sup> Habicht (1967), S. 16 (Hervorhebung im Original). Vgl. mit Bezug dazu später u.a. Führer (2001), S. 3; Ciupke (2008), S. 20.

<sup>3</sup> Vgl. stellvertretend Schneider (1987), S. 88. Vgl. prägnant auch Zopf (1938), S. 1 („unlösbar mit jeder Krediteinräumung verbunden“); mit Bezug darauf auch Krauß (1970), S. 15f.; sowie ferner Baumann (1966), S. 17f.

rungszwecken von Unternehmen – traditionell bei darauf spezialisierten Unternehmen der Kreditwirtschaft – aufgenommen werden. Es gilt ebenso für Kredite, die daraus entstehen, dass dem Abnehmer einer Ware oder Dienstleistung vom Lieferanten ein Zahlungsziel eingeräumt wird. Auch diese *Lieferantenkredite* haben einen Finanzierungseffekt beim Abnehmer, werden jedoch vom Lieferanten als Kreditgeber weniger deswegen als mit Blick auf den Absatzerfolg (durch eine attraktive Gestaltung der Absatzbedingungen) eingeräumt. Unabhängig vom Hauptzweck der Kreditgewährung auf Kreditgeber- und Kreditnehmerseite besteht vom Moment der Gewährung an eine gewisse Gefahr, dass der Kreditnehmer seinen Zins- und Tilgungspflichten tatsächlich oder voraussichtlich nicht vertragsgemäß nachkommt: „Der vorleistende Gläubiger trägt ein Risiko, die versprochene Gegenleistung nicht oder nicht vollständig zu bekommen.“<sup>4</sup> In dieser Situation kommt es für beide Vertragsparteien absehbar zu Schmälerungen ihrer unternehmerischen Zielgrößen. Entsprechend ist in jeder Unternehmung darüber zu entscheiden, auf welche Weise versucht werden soll, solche *Kreditrisiken* zu erkennen, zu steuern und zu kontrollieren.

Auf den unvollkommenen Märkten der Realität ist es für den Gläubiger ökonomisch begründbar, Ressourcen auf dieses Management von Kreditrisiken zu verwenden<sup>5</sup>. Ebenso kann es unter bestimmten Bedingungen unvollkommener Märkte – wie z. B. einschlägigen Informationsvorteilen – für eine Drittpartei Sinn machen, einem Gläubiger zu gestatten, sein originäres Kreditrisiko auf sie zu übertragen. Mit diesem Risikotransfer findet ein weitgehender – aber eben nicht absolut sicherer – Gefahrenübergang auf den Übernehmer statt, der darauf achten muss, sich hierfür angemessen entgelten zu lassen. Seit dem 19. Jahrhundert wird diese Risikoübernahme von *Kreditversicherungsunternehmen* (KVU) praktiziert, soweit es sich beim zugrunde liegenden Kredit um keinen reinen Finanzkredit handelt, sondern um eine Kreditgewährung auf Basis einer Lieferung von Waren oder Dienstleistungen<sup>6</sup>. Ebenso wie Risikotransfer nur eine Variante der Risikosteuerung ist, ist ein Kreditversicherungsvertrag nur eine Variante des Risikotransfers. Ein Anbieter von Kreditversicherungen konkurriert

---

<sup>4</sup> Franke (2000), S. 231.

<sup>5</sup> Vgl. einführend Rudolph (2007), S. 2-4. Ausführlich und modellbasiert zur Begründbarkeit unternehmerischen Risikomanagements vgl. Froot/Scharfenstein/Stein (1993), bes. S. 1631f. Vgl. demgegenüber stellvertretend für die aktuelle Sicht der Praxis Gleißner/Romeike (2009), bes. S. 61f.

<sup>6</sup> Vgl. einführend Meyer (1997), hier S. 11-16.

insoweit mit anderen Drittparteien, die einem Gläubiger alternative Transfervarianten anbieten. Die jüngste Entwicklung in diesem Kontext stellen *Kreditderivate* dar.<sup>7</sup>

Diese einleitenden Abwägungen sind weder vollkommen neu noch übermäßig kompliziert. Sie enthalten aber – vielleicht gerade deswegen – Erkenntnisse, die von Marktteilnehmern regelmäßig vernachlässigt oder sogar gänzlich ignoriert werden. Überaus deutlich geworden ist dies im Rahmen der Entstehung und Ausbreitung der *Marktprozesse*, die als Subprime-Krise begannen, um sich daraufhin zu einer Finanzmarkt-, dann zu einer Weltwirtschaftskrise und schließlich einer Staatsschuldenkrise auszuweiten: Sie zeigen eine hohe Renditefokussierung bei gleichzeitig sehr geringem Risikobewusstsein unterschiedlicher Marktteilnehmer. Dieses krisenentscheidende menschliche Handeln begann bei zu optimistischen „Häuslebauern“ auf dem US-Privatkundenmarkt und den sie finanzierenden Banken bis hin zu institutionellen Investoren weltweit, die Wertpapiere erworben oder (kredit-)versichert hatten, deren Chance/Risiko-Position letztlich von der Kapitaldienstfähigkeit der immobilienfinanzierenden privaten US-Haushalte abhing – was von diesen Marktteilnehmern aber unerkannt oder zumindest unbeachtet blieb<sup>8</sup>.

Insofern konzentriert sich die vorliegende Arbeit aus dem Gesamtgebiet des unternehmerischen Managements auf a) die Steuerung von b) Kreditrisiken durch c) Risikotransfer. Insbesondere aber ist sie fokussiert auf den Kreditrisikotransfer durch den Abschluss von Kreditversicherungsverträgen. Hierbei handelt es sich um eine Transfervariante mit beachtlicher Tradition, die indes in der (wirtschaftswissenschaftlichen) Literatur eher unterrepräsentiert ist, nicht zuletzt im Vergleich mit den jüngst sehr ausführlich thematisierten Kreditderivaten. Verglichen damit sind Monographien zur Kreditversicherung älteren Datums<sup>9</sup> oder aber auf andere Aspekte fokussiert<sup>10</sup> als eine umfassende ökonomische Analyse der zugehörigen Marktprozesse, -strukturen und -regeln. Insoweit schließt diese Arbeit eine zuletzt erkennbar gewordene Lücke in der wissenschaftlichen Literatur.

---

<sup>7</sup> Vgl. einführend Brütting/Weber (2004); Burghof/Henke (2005), bes. S. 38-46.

<sup>8</sup> Vgl. für einen ausführlichen Überblick Rudolph (2008); sowie Kapitel 4 dieser Arbeit.

<sup>9</sup> Eine erkennbare Häufung findet sich ausgangs der 1920er Jahre, vgl. stellvertretend Molt (1913); Schlesinger (1926); Pintschovius (1927); Rockel (1927); Francuski (1928); Maßmann (1928a); Schnedelbach (1929); sowie später Karrer (1957); v. Halem (1964); ergänzend Möller (1959).

<sup>10</sup> Vgl. etwa Krauß (1970); Bergeest (1981); Fortmann (1989); Pörschke (1991); Kossen (1996).

## 1.2 Gang der Analyse

Im Zentrum dieser Arbeit stehen ganz bestimmte unternehmerische Handlungen. Ihren übergeordneten Rahmen bildet die Abfolge von Planung (als Vorausbedenken menschlichen Handelns), daraus folgender Entscheidung sowie darauffolgendem Handeln<sup>11</sup>. Idealtypisch umfasst der gesamte Prozess insbesondere die Formulierung der für den (die) Entscheider relevanten Ziele, die Bestimmung grundsätzlich vorhandener (oder durch Findigkeit erstmalig nutzbarer) Handlungsmöglichkeiten sowie denkbarer Zukunftslagen, woraus der Entscheider die für ihn konkret zur Debatte stehenden Handlungsalternativen abzuleiten hat. Über diese ist schließlich nach einer zuvor aufgestellten Regel zu entscheiden, woraufhin das Ergebnis der Entscheidung in eine Handlung umgesetzt werden muss<sup>12</sup>. Die vorliegende Arbeit konzentriert sich auf den Mittelteil eines solchen Prozesses. In Kapitel 2 wird zunächst das Vorliegen von Risikosituationen als Ausgangspunkt genommen, um Kreditversicherungen vor dem Hintergrund des unternehmerischen Risikomanagements einzuordnen. Bewusst wird hierbei vom Allgemeinen zum Speziellen vorgegangen, weswegen zunächst artenübergreifend (Teilkapitel 2.1) und erst dann für das Kreditrisiko (Teilkapitel 2.2) Begriffe, Arten und unternehmerische Behandlung des Risikos analysiert werden. Kapitel 3 stellt daraufhin zunächst Prozesse und Strukturen der heutigen Märkte für Kreditversicherungen vor. Ausgehend von der bis heute reichenden institutionellen Entwicklung werden insbesondere alternative Formen des Kreditrisikotransfers dargestellt und mit der Kreditversicherung anhand eines ausführlichen Kriterienkatalogs verglichen. Werden die Ergebnisse aus dieser grundlegenden ökonomischen Analyse kombiniert mit den Geschehnissen und Erkenntnissen der Finanzmarktkrise seit 2007 (Kapitel 4), wird eine Abschätzung der Zukunftspotentiale der Kreditversicherung vor dem Hintergrund aktueller Marktprozesse möglich.

Die künftige institutionelle Entwicklung hängt – wie sich derzeit an der Finanzmarktkrise zeigt – nicht nur von der Weiterentwicklung von Marktprozessen und -strukturen, sondern auch den geltenden Marktregeln ab. Kapitel 5 widmet sich daher diesem Thema und untersucht ausgehend von den geltenden Marktregeln deren Weiterentwicklungsmöglichkeiten, spe-

---

<sup>11</sup> Vgl. Schneider (1995a), S. 19.

<sup>12</sup> Vgl. ausführlich Schneider (1997), S. 85-94, zuvor auch Schneider (1995a), S. 22-29.

ziell mit Blick auf denkbare Harmonisierungsbewegungen von Bank- und Versicherungsregulierung. Kapitel 6 liefert ein abschließendes Fazit des Haupttextes, der durch einen Anhang mit den wichtigsten Anbietern von Kreditversicherungsprodukten sowie ein ausführliches Literaturverzeichnis abgerundet wird.



## 2. Unternehmerisches Risikomanagement

### 2.1 Grundlagen des unternehmerischen Risikomanagements

#### 2.1.1 Begriff des Risikos

Kreditversicherungsverträge dienen dem Transfer von Kreditrisiken. Zur genauen Einordnung der damit verbundenen Prozesse erfordert eine ausführliche ökonomische Analyse die Auseinandersetzung mit grundlegenden Zusammenhängen des Risikomanagements, angefangen beim Kernbegriff des Risikos.

Der Begriff des Risikos ist trotz oder gerade angesichts seiner weiten Verbreitung in verschiedensten Wissenschaftsgebieten, der Politik und nicht zuletzt auch der Umgangssprache nicht einheitlich definiert<sup>13</sup>. Dies gilt selbst für die Ökonomie, auch wenn seit neunzig Jahren die fundamentale Abgrenzung nach *Frank Knight* existiert, die genau dieser auch seinerzeit unscharfen Begriffsverwendung entgegengesetzt hatte<sup>14</sup>. Die verschiedenen Ansätze lassen sich jedoch weitgehend auf zwei Grundrichtungen zurückführen. Aus Sicht der (Entscheidungs-)Theorie ist Risiko primär ursachenbezogen im Sinn einer Unsicherheit der Zukunft und Unvollständigkeit verfügbarer Informationen zu verstehen. Demgegenüber wird in anwendungsorientierten Bereichen Risiko stärker wirkungsbezogen als Möglichkeit einer (ungünstigen) Zielverfehlung bzw. eines Verlustes aufgefasst<sup>15</sup>.

Die *ursachenbezogene* Auffassung knüpft an die Möglichkeit an, dem Eintritt bestimmter (unsicherer) Ereignisse a priori Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen. Anknüpfend an der Arbeit von *Knight* bezeichnet der Oberbegriff der *Unsicherheit* („true uncertainty“) fundamental unvollständiges Wissen darüber, welche Zielerreichung nach Realisierung bestimmter

---

<sup>13</sup> Vgl. lesenswert zum menschlichen Umgang mit Risiko und Risikobegriff die ausführliche Monographie von Bernstein (2007). Aus versicherungswirtschaftlicher Sicht vgl. auch den Überblick bei Heilmann (1989), bes. S. 143f.; sowie ausführlich die rechtswissenschaftlichen Überlegungen bei Trafkowski (2009), S. 53-61.

<sup>14</sup> Vgl. Knight (1921), bes. Chapters VII / VIII (S. 197-263), hier S. 233: “The word ‘risk’ is ordinarily used in a loose way to refer to any sort of uncertainty viewed from the standpoint of the unfavorable contingency, and the term ‘uncertainty’ similarly with reference to the favorable outcome; we speak of the ‘risk’ of a loss, the ‘uncertainty’ of a gain.” Vgl. zu KNIGHT aus der zeitgenössischen Literatur illustrativ Bernstein (2007), S. 272-279.

<sup>15</sup> Vgl. – jeweils m.w.N. – exemplarisch Schulte (1994), S. 26f.; Wolf (2003), S. 37f.; Einhaus (2006), S. 8f.

denkbarer Handlungsalternativen eintreten wird: „Zwar wird sich in irgendeinem künftigen, in Planungen beachteten Zeitpunkt nur eine einzige Zukunftslage verwirklichen, aber beim Wissensstand in einem Planungszeitpunkt stellt dieser künftige Istzustand entweder nur eine von mehreren denkbaren Zukunftslagen dar oder wird gar in der Planung übersehen bzw. konnte nicht gewußt werden“<sup>16</sup>. Ungewissheit ist demgegenüber weniger weitreichend, kennzeichnet sie doch eine (Entscheidungs-)Situation, in der zumindest alle denkbaren Ausgänge bekannt sind; Risiko schließlich ist eine idealtypische Unterform hiervon insofern, als in dieser Situation sogar Wahrscheinlichkeiten bzw. Erwartungswerte für Handlungskonsequenzen existieren, womit sich die idealisierte Unsicherheit als Abweichung von bzw. Streuung um diesen Erwartungswert angeben lässt<sup>17</sup>. Dabei kann es sich um objektiv messbare Wahrscheinlichkeiten handeln, wie sie insbesondere von Versicherungsunternehmen auf Basis statistischer Daten ermittelt werden können, oder um subjektive Schätzungen, die einzelne oder mehrere Entscheidungsträger aus ihrer konkreten Bewertung einer bestimmten Situation bzw. ihrer Erfahrung ableiten<sup>18</sup>.

Die *wirkungsbezogenen* Ansätze stellen dagegen die Risikowirkungen in den Vordergrund und fassen Risiko als die Möglichkeit einer negativen Zielverfehlung (und die damit in der Regel ebenfalls verbundene Chance als die einer positiven Zielverfehlung) auf. Insofern ist der Risikobegriff nur im Zusammenhang mit den zugrunde liegenden (subjektiven) Zielsetzungen und Erwartungen sinnvoll zu interpretieren, da durch das sich darin ausdrückende Anspruchsniveau gleichzeitig das Verhältnis von Risiko und Chance bestimmt wird<sup>19</sup>. Wenn beispielsweise für die festverzinslichen Finanzinvestitionen einer Unternehmung die Zielsetzung einer vollständigen Zahlung von Zins- und Tilgungsleistungen formuliert wird, so steht dem Risiko, doch Ausfälle zu erleiden, keinerlei Chance gegenüber, da kein Schuldner seine vertraglichen Kapitaldienstpflichten übererfüllen wird. Werden aber im Zins Risikoprämien kalkuliert und diese auch gegenüber dem Kapitalnehmer durchgesetzt, so beruhen sie auf der Erwartung des Investors, dass die tatsächlichen Ausfälle die Höhe der so

---

<sup>16</sup> Schneider (1995b), S. 12 (im Original kursiv).

<sup>17</sup> Vgl. ebda., auch Schneider (1995a), S. 27.

<sup>18</sup> Vgl. stellvertretend Zweifel/Eisen (2003), S. 35f.

<sup>19</sup> Vgl. einführend Süchting (1995), S. 341-343.

vereinnahmten, in einem Risikodeckungsfonds akkumulierten Risikoprämien nicht übersteigen<sup>20</sup>. Bei dieser Zielsetzung steht dem Risiko ex post tatsächlich höherer Ausfälle die Chance gegenüber, dass die tatsächlichen Ausfälle niedriger als die vereinnahmten Risikoprämien sind. An diesem Beispiel wird auch die Subjektivität der Risikoabgrenzung deutlich.

Die beiden dargestellten Risikoauffassungen sind indes nicht unabhängig voneinander; tatsächlich setzt die wirkungsbezogene Interpretation die ursachenbezogene erkennbar voraus. Daher kann wie folgt abgegrenzt werden: Risiko resultiert ursachenbezogen aus der (im Idealfall quantifizierbaren) Unsicherheit zukünftiger Ereignisse, menschlicher Handlungen sowie deren Folgen bzw. der hieraus resultierenden Unvollständigkeit verfügbarer Informationen und schlägt sich wirkungsbezogen in einer negativen Abweichung von einer festgelegten Zielgröße nieder. Die Höhe des Risikos ist dann einerseits abhängig vom Ausmaß möglicher Zielverfehlungen sowie andererseits von den ihnen jeweils zuzurechnenden Wahrscheinlichkeiten. Die Messung von Risiken sollte daher zum einen die (Verteilung der) Eintrittswahrscheinlichkeiten, zum anderen ihre Ausmaße denkbarer (Negativ-)Ereignisse berücksichtigen<sup>21</sup>. Während traditionelle unternehmerische Risikomaße (z. B. statische Liquiditätsgrade zur Messung des Liquiditätsrisikos) zuweilen weder die Unsicherheit noch die Auswirkungen eines Risikoeintritts konkret quantifizieren, beruhen moderne Risikomaße, wie insbesondere Value-at-Risk-Kennzahlen, sowohl auf der Wahrscheinlichkeit eines Risikoeintritts als auch auf dessen Höhe<sup>22</sup>.

Insoweit kann hierin ein Fortschritt gegenüber älteren Faustregeln gesehen werden. Nicht übersehen werden sollte allerdings, dass diese Messung nur *Risiken*, also Fälle idealisierter und dadurch messbarer Unsicherheit erfassen kann. Wer also eine Unsicherheitssituation in Messzahlen übersetzt, setzt mehr oder weniger stillschweigend ihre Messbarkeit voraus, wonach es keine denkbaren Zukunftslagen über die erfassten hinaus gibt, deren Wahrscheinlichkeitsverteilung überdies bekannt und richtig im Kalkül umgesetzt sei. Fundamentale Unsicherheit im KNIGHT'schen Sinn hinge-

---

<sup>20</sup> Vgl. Schulte (1994), S. 27.

<sup>21</sup> Vgl. grundlegend insbesondere zur Rolle der Wahrscheinlichkeitsverteilung Farny (2011), S. 25-30. Vgl. zudem Schulte (1994), S. 27f.

<sup>22</sup> Ausführliche Überblicke zu quantitativen Verfahren bieten Sarin/Weber (1993); Brachinger/Weber (1997). Für einen kritischen Überblick zum VaR-Konzept vgl. Knobloch (2005).

gen ist aus der Sache heraus nicht messbar<sup>23</sup>. Folgerichtig sind Risiko(wirkungen) und darauf basiert Steuerungsmaßnahmen „weder heute noch in Zukunft jemals rational planbar und erst recht nicht zu quantifizieren, weil Menschen nicht wissen können, welches Wissen ihnen zwischen ihrer Planung, der Plankoordination und dem Vollzug der Markthandlungen zugeht“<sup>24</sup>. Werden Unsicherheiten dennoch als Risiken aufgefasst, und mittels (quantitativer) Methoden gemessen und gesteuert, ergibt sich hieraus eine erhebliche Fehlerquelle<sup>25</sup>.

Wirklich (objektiv) fundamental wäre Unsicherheit allerdings nur dann zu nennen, wenn es nicht *menschenmöglich* ist, wirklich alle möglichen Zukunftslagen zu kennen. Sie kann aber auch subjektiv ausgeprägt sein insofern, als aus der Ungleichverteilung des Wissens folgt, dass verschiedene Menschen oder von ihnen gebildete und betriebene Institutionen verschiedene Zukunftslagen antizipieren können. Die subjektive Ausstattung mit relevanten Ressourcen (Wissen, Messinstrumente) führt zu unterschiedlichen Messfähigkeiten und Steuerungsmöglichkeiten.

Insofern werden nachfolgend *Unsicherheiten infolge von Kreditgewährungen* behandelt. Da diese Formulierung indes unüblich ist, wird aus pragmatischen Gründen die vereinfachende Bezeichnung der (Kredit-)Risiken verwendet. Auf unabhängig von dieser Bezeichnung verbleibende Messprobleme bis hin zu -unmöglichkeiten wird im weiteren Verlauf bei Bedarf eingegangen.

## 2.1.2 Arten des Risikos

Für die Systematisierung von Risiken existieren in der betriebswirtschaftlichen Literatur verschiedene Ansätze bzw. Kriterien. Zuweilen sind diese Systematisierungen auf wenig differenzierte Aufzählungen von Risikoarten oder einzelne betriebswirtschaftliche Teildisziplinen beschränkt, die Überschneidungen und Inkongruenzen in der Begriffsbildung aufweisen<sup>26</sup>. Häu-

---

<sup>23</sup> Vgl. explizit Knight (1921), S. 233, 245.

<sup>24</sup> Schneider (1987), S. 98.

<sup>25</sup> So gilt die weitreichende Verwendung quantitativer Risikomodelle als mitursächlich für Entstehung und Verlauf der Finanzmarktkrise, vgl. etwa Danielsson (2008), passim; Brunnermeier (2009), S. 81; Meyer zu Selhausen (2009), S. 503f.; Meyer (2010), S. 42; Rudolph (2011), S. 291.

<sup>26</sup> Vgl. am Beispiel banktypischer Risikokategorien aktuell Schierenbeck/Lister/Kirmße (2008), S. 3-9; davor beispielsweise Büschgen (1998), S. 869f.

figer sind Risikogliederungen nach Erwartbar-/Messbarkeit (expected vs. unexpected loss), Häufigkeit, Höhe, Versicherbarkeit, Beeinflussbarkeit und Schadensart des Risikos sowie Branchenzugehörigkeit und Rechtsform eines Unternehmens zu finden. Mit Blick auf die vorgenannten Erwägungen, aber auch die Eignung für das weitere Vorgehen, das eine ganz bestimmte, nach den bisher genannten Kriterien nicht klar klassifizierbare Risikoausprägung in den Mittelpunkt stellt, werden indes nicht diese, sondern folgende Kriterien vertieft<sup>27</sup>: Die Verortung der Risikoquelle außer-/innerhalb des Unternehmens im Allgemeinen und im Besonderen (betrieblicher Funktionsbereich), der den Risikoeintritt bewirkende Einsatzfaktor sowie die Entscheidungsebene, die ursächlich für das Eingehen eines Risikos ist:

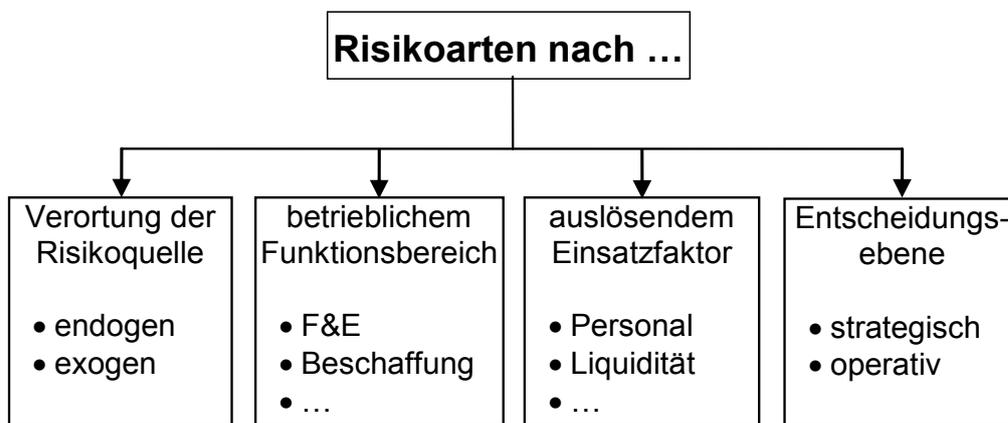


Abb. 1: Ausgewählte Systematisierungsansätze für Risikoarten

- Die Differenzierung von Risiken nach der Verortung der Risikoquelle ist lediglich eine Zweiteilung in solche, die ursächlich aus dem Umfeld der Unternehmung stammen und auf die somit kein direkter Einfluss genommen werden kann (*exogene* wie z. B. Rechtsänderungs- oder Katastrophenrisiken) einerseits und innerbetrieblich begründete (*endogene*) Arten andererseits, die seitens des Unternehmens in Eintrittswahrscheinlichkeit oder/und Eintrittswirkung beeinflusst werden können<sup>28</sup>. Diese Gliederung ist nicht nur aufgrund ihrer Einfachheit nicht ausreichend, sondern auch aufgrund der fehlenden Trennschärfe: Immer dann, wenn der Risikoeintritt aus vertragswidrigem Verhalten eines Vertragspartners resultiert, mag sich dieser –

<sup>27</sup> Vgl. im Überblick auch Mikus (2001), S. 7-9

<sup>28</sup> Vgl. Kupsch (1995), S. 533.

z. B. als Lieferant, Abnehmer oder Kreditnehmer – physisch und formal außerhalb der Unternehmung befinden, doch sind für die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß des Schadens interne Prozesse – wie z. B. Nachlässigkeiten bei der vorvertraglichen Prüfung einer potentiellen Gegenpartei – zumindest mitverantwortlich.

- Eine detailliertere als diese zweigeteilte ist die Systematisierung des Risikos anhand der *Funktionsbereiche* eines Unternehmens, also in Beschaffungs-, Forschungs- und Entwicklungs-, Produktions-, Lager- und Absatz- sowie Personalrisiken und Finanzierungsrisiken<sup>29</sup>. Hiernach wird abgestellt auf unerwartete Entwicklungen der Prozesse, Strukturen und Regeln auf bestimmten Märkten, auf denen eine Unternehmung agiert. Für Forschung und Entwicklung besteht das arttypische Risiko, dass die Unternehmensprozesse zu Arbeitsergebnissen führen, die sich als nicht marktfähig erweisen.
  - Beschaffungsrisiken entstehen bspw. durch den Ausfall eines Hauptlieferanten oder plötzliche Preis-, Mengen- oder Qualitätsveränderungen auf den Beschaffungsmärkten (für stoffliche Einsatzfaktoren, Dienstleistungen, Personal u. v. m.)<sup>30</sup>.
  - Produktionsrisiken beziehen sich auf den eigentlichen Herstellungsprozess und äußern sich in unerwünschten Produktionsprozessen (z. B. einem Maschinenausfall) oder -ergebnissen (z. B. erhöhte Ausschussquote durch Bedienfehler)<sup>31</sup>.
  - Lagerrisiken setzen nach Abschluss des Produktionsprozesses ein und bestehen in unerwarteten Ereignissen/Prozessen während der Lagerdauer nicht abgesetzter Leistungsbündel, die unmittelbar (z. B. Diebstahl, Wasserschaden) oder erst bei Entnahme aus dem Lager zwecks Weiterverwendung/Absatz (z. B. Verderb) feststellbar sind<sup>32</sup>.
  - Absatzrisiken resultieren analog den Beschaffungsrisiken aus unerwarteten Veränderungen der Prozesse, Strukturen und Regeln der Absatzmärkte, also etwa einer Veränderung der

---

<sup>29</sup> Vgl. Philipp (1967), S. 32.

<sup>30</sup> Vgl. ausführlicher Rogler (2001), S. 213f.

<sup>31</sup> Vgl. Rogler (2002), S. 17.

<sup>32</sup> Vgl. Philipp (1967), S. 33.

Kundenpräferenzen oder der staatlichen Rahmenbedingungen auf einem Zielmarkt<sup>33</sup>.

- Personalrisiken haben ihren Ursprung im Einsatzfaktor Arbeit. Hierunter fallen z. B. Personalengpässe aufgrund fehlender Leistungsträger oder geeigneter Nachwuchskräfte und die Gefahr bewusster oder unbewusster Leistungszurückhaltung der Mitarbeiter<sup>34</sup>.
- Finanzrisiken schließlich sind solche, die aus Veränderungen von Prozessen, Strukturen und Regeln auf Finanzmärkten (also Märkten für Zahlungsströme) resultieren und sich z. B. in vertragswidrigem Zahlungsverhalten von Schuldern, unerwarteten Wertpapier- oder Wechselkursänderungen oder knapper Liquidität niederschlagen<sup>35</sup>.

Wenngleich nicht unüblich, offenbart auch diese Gliederung Abgrenzungsprobleme: So könnten Bedienungsfehler eines unzureichend qualifizierten, aber dennoch eingestellten und als Produktionsleiter eingesetzten Mitarbeiters dem Produktions- wie dem Personalbereich zugeordnet werden.

- Dienen alternativ die betrieblichen *Einsatzfaktoren* bzw. Ressourcen als Kriterium, lassen sich insbesondere Personal-, Betriebsmittel-, Werkstoff- und Kapitalrisiken differenzieren<sup>36</sup>. Personalrisiken werden dabei wie vorstehend definiert. Risiken aus unzureichenden Betriebsmitteln (Potentialausstattung) oder Werkstoffen ergeben sich nicht nur in der Produktion überwiegend materieller (Sachgüter), sondern auch bei der Produktion überwiegend immaterieller Leistungsbündel (Dienstleistungen), beispielsweise in Bank- oder Versicherungsunternehmen beim Einsatz von Datenverarbeitungs- und Informationstechnologien<sup>37</sup>. Kapitalrisiken im Sinne fehlender Liquidität als Einsatzfaktor *sui generis* werden gemeinsam mit Finanzierungsrisiken als finanzwirtschaftliche Risiken bezeichnet. Noch mehr als die vorherige ist diese Einteilung offenbar unvollständig, da sie

---

<sup>33</sup> Vgl. ausführlicher Rogler (2001), S. 224f.

<sup>34</sup> Vgl. Klaffke (2009), S. 8.

<sup>35</sup> Vgl. im Überblick etwa Holst (2001); auch Schierenbeck/Lister/Kirmße (2008), S. 8f.

<sup>36</sup> Vgl. Götze/Mikus (2007), S. 37.

<sup>37</sup> Vgl. Betge (2008), S. 278.

sich in produktionswirtschaftlicher Prägung auf Input-Faktoren konzentriert, während Marktbeziehungen der Unternehmung wie die auf Absatzmärkten außer Acht bleiben.

- Eine weitere übliche Unterscheidung ist die in strategische sowie operative *Entscheidungen* bzw. Risiken. Diese Abgrenzung ist indes nicht nur deswegen problematisch, weil die Grenzen zwischen beiden Ebenen nicht eindeutig sind. Tendenziell sind strategische Risiken eher durch einen – langfristig und mittelbar wirkenden – Bezug zum Gesamtunternehmen und seinen Erfolgsgrößen sowie hohe Komplexität gekennzeichnet<sup>38</sup>, wodurch eine Abschätzung ihrer Wirkung besonders anspruchsvoll ist. Hierunter fallen Risiken aus der Eigentümerstruktur, Risiken aus der Delegation von Entscheidungsgewalt durch die Eigentümer an das von ihnen beauftragte Top-Management sowie fernerhin die (Risiken aus der) Gestaltung der Aufbauorganisation, der Festlegung strategischer Geschäftsfelder oder auch aus der Kapitalstruktur der Unternehmung<sup>39</sup>. *Operative* Risiken sind demgegenüber kurzfristiger Natur, stärker einzelfallbezogen und detaillierter eingegrenzt. Die Fristigkeit der Auswirkungen einer Entscheidung sollte jedoch nicht allein zur Abgrenzung zwischen operativer und strategischer Entscheidungsebene herangezogen werden<sup>40</sup>, da auch operative Einzelentscheidungen auf tieferen Hierarchieebenen (wie z. B. der Abschluss eines zehnjährigen Versicherungs- oder Kreditvertrags) langfristige Auswirkungen haben, ohne Teil der strategischen Entscheidungsfindung der Unternehmensleitung zu sein. Umgekehrt kann es sich auch bei kurzfristig wirksamen Transaktionen (wie einem Versicherungsverprechen oder einem Bankaval zur Sicherung einer dreimonatigen Zwischenfinanzierung) um solche von existentieller und damit strategischer Bedeutung handeln<sup>41</sup>. Infolgedessen ist auch diese Kategorisierung unabhängig von ihrer Verbreitung in Theorie und Praxis für eine umfassende Systematisierung unternehmerischer Risiken und damit auch im Kontext dieser Arbeit zumindest für eine alleinige Verwendung wenig geeignet.

---

<sup>38</sup> Vgl. stellvertretend Schulte (1994), S. 28f.; Büschgen (1998), S. 869.

<sup>39</sup> Vgl. im Risikomanagementkontext einführend Johannig (2009), S. 461.

<sup>40</sup> Vgl. illustrierend auch Horsch/Schulte (2010), S. 43f.

<sup>41</sup> Zum Problem der auch im Zeitablauf veränderlichen Einordnung vgl. Johannig (2009), S. 463.

Die (Unzulänglichkeiten der) üblichen Systematisierungsansätze verdeutlichen, dass eine mehrdimensionale Systematisierung der Risiken erforderlich ist. Aus Sicht eines umfassenden Risikomanagements einer Unternehmung und dessen fundamentaler Aufgabe der Sicherung der Unternehmensfortführung erscheint es daher sinnvoll, eine der vorgenannten Risikokategorisierungen mit der *Wirkungsebene* des Risikoeintritts zu verbinden. Angeknüpft wird hierfür an den beiden die Unternehmensexistenz beendenden Tatbeständen der (vielleicht nur drohenden, in jedem Fall nicht nur vorübergehenden) Illiquidität sowie der Überschuldung (§§ 17ff. InsO). Liquiditätsrisiken beziehen sich auf die Zahlungsmittalebene (Ein- und Auszahlungen) und meinen unerwartete Verletzungen der Liquiditätsungleichung, die zu einer nicht nur vorübergehenden Zahlungsunfähigkeit und mithin zur Insolvenz führen<sup>42</sup>. Da die Einhaltung der Liquiditätsungleichung existenznotwendig, aber dennoch nur eine Nebenbedingung ist, ist dieser Ebene übergeordnet die Erfolgs-/Gesamtvermögensebene: Erfolgsrisiken sind dann unerwartete Ereignisse, die im Ergebnis über Verluste zur Minderung und schlimmstenfalls Aufzehrung des Eigenkapitals und Überschuldung(sinsolvenz) führen<sup>43</sup>. Weil die Liquiditäts- und die Erfolgsebene in enger Verbindung stehen, sind bei einem Risikoeintritt im Regelfall beide betroffen. Die Intensität und Abfolge der Wirkung auf beide Ebenen hängt dabei vom Einzelfall, insbesondere der relevanten Risikoart ab. Das gilt auch für die in dieser Arbeit schwerpunktmäßig behandelten, nachfolgend genauer definierten Kreditrisiken: Auch sie beruhen auf Mindereinzahlungen zu bestimmten Zeitpunkten, haben also Liquiditätswirkung. Gleichzeitig führen nicht nur eingetretene, sondern bereits absehbare Minder-, Später- oder anderweitig vertragswidrige Zahlungen dazu, dass die entsprechende Vermögensposition abzuwerten ist, womit eine Erfolgswirkung eintritt. In Bezug auf die vorgenannten Kategorisierungen kann festgehalten werden, dass es sich um Risiken handelt, die

- in (Zahlungs-)Verhalten und Kreditwürdigkeit externer Vertragspartner und insoweit exogen begründet, indes endogen zu bewerten und steuern sind;
- aus Verträgen resultieren, die mit Kontraktpartnern auf Finanz- oder aber Absatzmärkten geschlossen werden;

---

<sup>42</sup> Vgl. einführend etwa Horsch/Paul/Rudolph (2011), S. 385f.

<sup>43</sup> Vgl. stellvertretend Süchting (1995), S. 14-18.

- die eher dem operativen Geschäft als dem strategischen Management zuzuordnen sind.

Vor einer exakten Charakterisierung der Kreditrisiken wird nachfolgend zunächst erörtert, warum Unternehmer diese und andere Risiken überhaupt eingehen (müssen), gefährden sie doch den Bestand der Unternehmung und verursachen permanente Transaktionskosten.

## 2.1.3 Risiko und Unternehmertum

### 2.1.3.1 Unternehmerisches Eingehen von Risiken

Die Annahme symmetrischer und vollständiger Information hat in Modellen der ökonomischen Theorie eine lange Tradition. Während diese Vereinfachung aus didaktischen Erwägungen heraus gerechtfertigt werden kann, darf eine umfassende ökonomische Analyse der Unsicherheit und Unvollkommenheit des Wissens nicht ausweichen<sup>44</sup>, eine Analyse von unternehmerischem Handeln im Allgemeinen und Versicherungsentscheidungen im Besonderen setzt sie sogar zwingend voraus.

Die Bedeutung von unterschiedlichen und unvollkommenen Wissensbeständen sowie ihrer Veränderlichkeit für das menschliche Handeln ist in der (ökonomischen) Wissenschaft insbesondere von FRIEDRICH AUGUST VON HAYEK herausgearbeitet worden<sup>45</sup>. Hier kann ausgehend davon festgehalten werden: In einer Welt unvollständigen und ungleich verteilten Wissens sind handelnde Menschen naturgemäß fortwährend Risiken ausgesetzt: „Every action refers to an unknown future. It is in this sense always a risky speculation“<sup>46</sup>.

Grundsätzlich kann das Eingehen von Risiken auch infolge von Nichtwissen über Relevanz und Ausmaß eines Risikos erfolgen. Ebenso ist denkbar, dass dem Grunde nach erkennbare und erkannte Risiken bewusst ignoriert werden. Solche Ignoranz stellt indes bereits einen Grenzfall dar, kann sie

---

<sup>44</sup> Vgl. Schneider (1995b), S. 43.

<sup>45</sup> Vgl. grundlegend v. Hayek (1937), bes. S. 44-52; v. Hayek (1945), bes. S. 529-531; sowie North (1990), S. 57: „Our information not only is imperfect, but varies remarkably from one party to another“.

<sup>46</sup> v. Mises (1949), S. 106. Vgl. auch ebda., S. 249. Vgl. analog aktuell Trafkowski (2009), S. 62.

doch einem rationalen Kalkül folgen<sup>47</sup>. Dieses fußt darauf, dass das Eingehen, Messen und Steuern von Risiken nicht als Selbstzweck erfolgt, sondern gegen die spiegelbildlichen Chancen abgewogen wird<sup>48</sup>. Einzubeziehen sind dabei die durch Mess- und Steuerungsaktivitäten verursachten Transaktionskosten. Werden sie – ob nun richtiger- oder fälschlicherweise – als so hoch eingeschätzt, dass sie die wahrgenommenen Chancen übersteigen, unterbleibt zuweilen nicht die riskante Aktivität, sondern die weitere Auseinandersetzung mit der eigentlich denkbaren Messung und Steuerung der inhärenten Risiken<sup>49</sup>.

Entsprechende Risikopositionen (genauer: Chance-/Risikopositionen) gehen Menschen in den verschiedensten Lebensbereichen ein. Im Mittelpunkt einer ökonomischen Analyse stehen die, welche sich ergeben, wenn sie *unternehmerisch* handeln, dabei insbesondere in Tauschbeziehungen auf Märkten eintreten. Eine Erläuterung des unternehmerischen Eingehens von Risiken setzt dann weiterhin ein Verständnis von Unternehmern bzw. Unternehmertum voraus. Diese Arbeit folgt diesbezüglich der *Lehre von den Unternehmerfunktionen*<sup>50</sup>. Hiernach ist Unternehmer, wer

- mit dem Ziel der Reduzierung eigener Einkommensunsicherheiten
- Institutionen – auch im Sinne von Verträgen und anderen Regelsystemen, vor allem im Sinne von Unternehmungen als Handlungssystemen<sup>51</sup> –

---

<sup>47</sup> Grundlegend zum Konzept rationaler Ignoranz vgl. Downs (1968), bes. S. 211, 223, 227f., 248f. Vgl. ferner North (1990), S. 51.

<sup>48</sup> Vgl. dezidiert bspw. Schierenbeck/Lister/Kirmße (2008), S. 2. Ausgeklammert werden damit Fälle, in denen ein Handelnder aufgrund persönlicher Präferenzen das Eingehen von Risiken an sich als attraktiv auffasst. Zur Risikofreude im Kontext der -einstellungen vgl. den folgenden Abschnitt.

<sup>49</sup> Vgl. prägnant und mit ausdrücklichem Bezug zu einer versicherungsgestützten Risikosteuerung Lees/Rice (1965), S. 143: „transaction costs to the individual [...] as well as possible costs of obtaining information, may be of sufficient magnitude to make insurance policies against certain losses not worthwhile“.

<sup>50</sup> Als solche geht die Lehre von den Unternehmerfunktionen zurück auf DIETER SCHNEIDER, vgl. stellvertretend Schneider (1995b), S. 30-41; Schneider (1997), S. 46-58; Schneider (2001), S. 509-521; Schneider (2002a). Vgl. mit Bezug darauf u.a. Reckenfelderbäumer (2002); Freiling (2004); sowie für einen einführenden Überblick vgl. Paul/Horsch (2005).

<sup>51</sup> In einer engen Abgrenzung werden nur Regelsysteme als Institutionen aufgefasst, während Unternehmen, Märkte etc. als Organisationen davon unterschieden werden, vgl. stellvertretend insbes. North (1990), passim, später Mantzavinos/North/Shariq (2004), bes. S. 77f.; sowie aktuell mit Bezug zu NORTH das Standardwerk von Richter/Furubotn (2010), S. 7-12. Für einen weiteren, da Regel- ebenso wie Handlungssysteme umfassenden Institutionenbegriff vgl. demgegenüber Schneider (1995b), S. 1, 20-24; mit Bezug darauf u.a. Horsch (2008), S. 29-37 und die dortigen Nachweise. Vgl. aktuell schließlich Schneider (2011), S. 20-54.

- ins Leben ruft (institutionen-begründende Unternehmerfunktion) sowie anschließend
- durch die erfolgreiche Suche und Nutzung von Arbitragemöglichkeiten auf bzw. zwischen Märkten nach außen gerichtet erhält (nach außen gerichtete institutionen-erhaltende Unternehmerfunktion) sowie ihren Fortbestand
- durch die zielgerichtete Durchsetzung von Änderungen an Regel- und Handlungssystemen im Institutioneninneren (nach innen gerichtete institutionen-erhaltende Unternehmerfunktion) fördert.

Bereits die fundamentale erste Unternehmerfunktion ist demnach vom Umgang mit Risiken geprägt: Unternehmer nehmen anderen Einkommensunsicherheiten entweder einseitig ab oder vereinbaren mit ihnen eine gegenseitige Übernahme, also eine Risikoteilung<sup>52</sup>. Insbesondere sind „Finanzierungsverträge als Mittel zur Verlagerung von Einkommensunsicherheiten“<sup>53</sup> aufzufassen. Mittelüberlassungen und daran anknüpfende Zusatzverträge könnten also bereits unter die erste Unternehmerfunktion subsumiert werden. Das gilt im Grunde noch ausgeprägter für Versicherungs-, nicht zuletzt für Kreditversicherungsverträge, denn sie verlagern Unsicherheiten von Versicherungsnehmern auf Versicherungsgeber.

Ihr unternehmerischer Charakter lässt sich überdies anknüpfend an der zweiten Unternehmerfunktion zeigen: Hiernach ist Gegenstand unternehmerischen Handelns das Arbitragieren im Sinne der zielgerichteten Ausnutzung von Preisunterschieden. Arbitrage ist hierbei weit zu fassen: Zunächst resultiert aus der Omnipräsenz unvollständigen und unvollkommenen Wissens, dass es perfekt sichere Preisunterschiede nicht geben kann. Die nicht unübliche Reduzierung der Arbitrage hierauf, wovon das Zielen auf unsichere Preisunterschiede als Spekulation unterschieden wird, erweist sich daher als unzweckmäßig<sup>54</sup>. Zu dieser Unternehmerfunktion gehört vielmehr jedes Handeln, das darauf baut, dass der dafür nötige Einsatz (investment) geringer ist als der erwartete unsichere Rückfluss

---

<sup>52</sup> Vgl. Schneider (1995b), S. 34f.; sowie aktuell Schneider (2011), S. 61f.

<sup>53</sup> So die Kapitelüberschrift für Schneider (1997), S. 540-548.

<sup>54</sup> Vgl. prägnant Schneider (1995b), S. 38; Schneider (1997), S. 49f.; sowie diesem folgend Weber (2006), S. 120f.

(return): „Every investment is a form of speculation“<sup>55</sup>. Die Messung und Steuerung der Risiken, die mit einer (Arbitrage-)Handlung verbunden sind, kann wiederum als Teil davon aufgefasst werden. Die Kreditversicherung einer als ausfallgefährdet geltenden Lieferantenkreditforderung, die zuvor mit Blick auf Arbitragepotentiale oder sonstige Erwägungen eingegangen worden war, ist ein solcher Fall.

Ebenso ließen sie sich schließlich unter die dritte Unternehmerfunktion fassen, nämlich das Durchsetzen von Änderungen in wirtschaftlicher Führung innerhalb einer Organisation Unternehmung im Allgemeinen, darunter Maßnahmen zur Anpassung von Finanzierungsverträgen im Besonderen, mit denen der Unternehmer auf veränderte Bedingungen in seiner Unternehmung bzw. dessen Umwelt reagiert<sup>56</sup>.

In mehrererlei Hinsicht ist daher das Messen und Steuern von Risiken in seiner Natur unternehmerisch. Kommt es im Zuge dessen tatsächlich zur angesprochenen Risikoteilung, liegt dem mehr als nur ein unternehmerisches Kalkül zugrunde: Sowohl der durch diese Teilung Risiken abgebende als auch der im Gegenzug Risiken eingehende Tauschpartner interagieren derart miteinander, weil es sich aus ihrem unternehmerischen Kalkül heraus empfiehlt, weil sie der Meinung sind, hier eine *Arbitragegelegenheit entdeckt* zu haben. Diese *Findigkeit* in Bezug auf Arbitragemöglichkeiten kennzeichnet den Unternehmer in besonderem Maße, es gilt die „alertness to hitherto unperceived opportunities as the decisive element in the entrepreneurial function“<sup>57</sup>. Wer etwa das Versprechen abgibt, die beim Vertragspartner eintretenden Risikowirkungen an dessen Stelle zu übernehmen, handelt derart in der Erwartung, dass die dafür vereinbarten Provisionen die tatsächlich zu leistenden Ausgleichsleistungen übersteigen. Wie auch das ursprüngliche Eingehen eines Risikos durch den ersten Akteur sowie dessen Abgabe an den zweiten Akteur ist dieses Übernehmen von Risiken also arbitrageorientiert und schon damit unternehmerisch. Notwendigerweise liegt ihren Entdeckungen dabei eine andere Bewertung der Chancen und Risiken zugrunde: Dem Abgebenden

---

<sup>55</sup> v. Mises (1949), S. 113. Vgl. auch ebda., S. 253: „in any real and living economy, every actor is always an entrepreneur and speculator“. Mit klarem Bezug dazu vgl. auch Kirzner (1997), bes. S. 16f., 33f.

<sup>56</sup> Vgl. Schneider (1995b), S. 38-40.

<sup>57</sup> Kirzner (1982), S. 140. Ausführlich zur „powerful driving force of entrepreneurial alertness“ vgl. aus jüngerer Zeit auch Kirzner (1997), S. 31-53.

erscheint das transferierte Risiko gemessen an der Prämie unter-, dem Aufnehmenden erscheint es überbewertet<sup>58</sup>. Diese Divergenz der Chance-Risiko-Verhältnisse bzw. -Auffassungen, die sich durch unternehmerische Findigkeit nutzbar machen lassen, liegt wie jedem Tauschvertrag analog auch dem unternehmerischen Umgang mit Risiken im Allgemeinen<sup>59</sup> und einem (Kredit-)Versicherungsvertrag im Besonderen zugrunde.

Gleichzeitig entspricht die planmäßige Risikoübernahme der Abgrenzung der ersten Unternehmerfunktion, nimmt doch der Übernehmer dem Abgebenden dessen Einkommensunsicherheiten für die Vertragslaufzeit ab. Noch deutlicher wird diese Ausübung der institutionen-begründenden Unternehmerfunktion durch Risikonehmer dann, wenn sie ihr Tun in eine dafür geschaffene Organisation fassen: eine Unternehmung, die gezielt mit dem vorrangigen Zweck von Unternehmern gegründet wird, um anderen Menschen oder Institutionen deren Einkommensunsicherheiten im Rahmen von Risikotransferverträgen zeitweise abzunehmen. Die Risikoübernahme erfolgt dabei mit dem Ziel, für sich selbst ein Einkommen zu schaffen, für dessen Erzielung der Unternehmer findigerweise eine Gelegenheit in den Risikotransferverträgen entdeckt hat. Existieren also Arbitragemöglichkeiten aus der entgeltlichen Übernahme von Risiken, die andere eingegangen sind, und werden sie von einem Akteur entdeckt, der hierin eine Basis für die Begründung und Erhaltung einer Unternehmung sieht, kann eine Versicherungsunternehmung entstehen: „Firms come into existence to take advantage of profitable opportunities, which will be defined by the existing sets of constraints“<sup>60</sup> im Allgemeinen, Versicherungsunternehmungen im Besonderen entstehen demnach dann, wenn ein unternehmerisch handelnder Gründer zuvor die Möglichkeit profitabler Versicherungsvertragsgestaltungen wahrgenommen hat. Hierfür ist Voraussetzung, dass auch er die in Rede stehenden Risiken gemessen hat, im weiteren Verlauf mag auch er sich zu eigenen Steuerungsmaßnahmen entschließen. Sein Arbitragepotential liegt dabei gerade darin, dass er diese Messung und Steuerung effizienter durchführen kann als andere, die daher hierin keine Gelegenheit für sich entdecken konnten. Solche Effizienzvorteile können sich insbesondere aus Transaktionskosteneinsparungen ergeben, die eine spezialisierte Insti-

---

<sup>58</sup> Vgl. grundlegend Kirzner (1997), S. 34.

<sup>59</sup> Vgl. zur Findigkeit im Kontext finanzieller Risiken Persaud (2004), S. 303.

<sup>60</sup> North (1990), S. 67.

tution gegenüber anderen deswegen erzielt, weil sie Größen- und Verbundvorteile im Allgemeinen und bei der Bewältigung asymmetrischer und unvollständiger Informationen im Besonderen erzielen kann<sup>61</sup>.

Die hieraus folgende Begründbarkeit von Versicherungsunternehmungen als institutionalisierte Übernahme der Einkommensunsicherheiten anderer<sup>62</sup> wird im weiteren Verlauf im nötigen Überblick dargestellt. Im Vordergrund dieser Arbeit steht indes die Perspektive desjenigen, der eine bestimmte Art von Risiko handhaben will, wofür Risikotransfers eine Handlungsstrategie und in deren Rahmen Versicherungslösungen eine Teilstrategie darstellen. Der folgende Abschnitt ist daher – in zunächst weiterhin artenübergreifender Perspektive – Grundlagen der Möglichkeitsbereiche für die (unternehmerische) Risikomessung und -steuerung gewidmet.

### 2.1.3.2 Messung und Steuerung von Risiken

Bei risikopolitischen Überlegungen sind nicht nur die Risiken bzw. Risikopotentiale zu berücksichtigen, sondern auch, ob die übernommenen Risiken für ein Unternehmen *tragbar* sind<sup>63</sup>. Zur Beurteilung der Tragbarkeit von Risiken bzw. Risikopotentialen ist es daher zwingend erforderlich, sie den bestehenden Risikoträgern gegenüberzustellen. Das Verhältnis von Risiken zu vorhandenen Risikodeckungspotentialen bestimmt die *Risikoposition* eines Unternehmens<sup>64</sup>.

Der unternehmerische Umgang mit Risiken darf daher nicht auf den Bereich der Risiken beschränkt bleiben, sondern muss auch die Risikoträger erfassen, also umfassend auf die Risikoposition des Unternehmens ausgerichtet sein. Unternehmerische Risikopolitik (Risikomanagement) ist dann die Gesamtheit der Maßnahmen zur planmäßigen und zielgerichteten Analyse, Beeinflussung (Steuerung) und Kontrolle der Risikoposition<sup>65</sup>.

---

<sup>61</sup> Vgl. grundlegend Leland/Pyle (1977); Skogh (1989). Für einen einführenden Überblick vgl. im Rahmen dieser Reihe Horsch (2006), S. 16-22.

<sup>62</sup> Vgl. prägnant Schneider (2011), S. 62.

<sup>63</sup> Vgl. ausführlich die auf einem entsprechenden „Risikotragfähigkeitskalkül“ basierende Konzeption bei Schierenbeck/Lister/Kirmße (2008), S. 2f., 15-55; mit Bezug (zur Voraufgabe) u.a. Eichhorn (2004), S. 828f. Kritisch zum analogen Tragfähigkeitskalkül der Regulierung von Finanzintermediären vgl. aktuell Rudolph (2011), hier S. 287f.

<sup>64</sup> Vgl. Süchting/Paul (1998), S. 476f., 482f.; sowie m.w.N. Schulte (1994), S. 45f. Ausgesprochen kritisch bereits zur Grundidee solcher Risikopositionen vgl. Schneider (1987), S. 99f.

<sup>65</sup> Vgl. stellvertretend Kaen (2005), hier einführend S. 423f.; Horsch/Schulte (2010), S. 35.

Planmäßig bedeutet in diesem Zusammenhang, dass risikopolitische Maßnahmen nicht nur sporadisch und mehr oder weniger zufällig, sondern systematisch und dauerhaft in die Unternehmensprozesse integriert werden sollten. Zielgerichtet setzt seitens der Unternehmensleitung Vorstellungen über das Aussehen einer Soll-Risikoposition voraus, aus der im Abgleich mit einer festgestellten aktuellen Ist-Risikoposition gegebenenfalls ein Handlungsbedarf abgeleitet werden kann.

Risikomanagement selbst ist als Rahmenprozess zu verstehen, der sich aus verschiedenen, idealtypisch sortierten Teilprozessen zusammensetzt. Eine zielführende Steuerung setzt eine vorherige Analyse voraus und sollte ihrerseits von einer sorgfältigen Kontrolle gefolgt sein, die Rückkopplungseffekte auf die beiden vorherigen Prozessstufen hat und den nächsten Durchlauf des Rahmenprozesses einleitet<sup>66</sup>. Die nachfolgende Abbildung 2 zeigt diesen Regelkreischarakter des Risikomanagements auf einen Blick.

Zu Beginn der Risikoanalyse (im weiteren Sinne) muss eine Identifikation der Risikoquellen sowohl für die Gesamtheit der Risiken als auch für jedes einzelne Risiko erfolgen<sup>67</sup>. Im Grunde muss für jede Einzeltransaktion festgestellt werden, ob sie überhaupt mit Risiken verbunden ist oder nicht. Risiko muss also zunächst einmal erkannt werden. Hieran schließt sich eine ursachenbezogene Systematisierung und Klassifizierung an, bei der es darum geht, die identifizierten Risiken bestimmten Kategorien (wie z. B. Kreditrisiken oder Marktpreisrisiken) zuzuordnen.

---

<sup>66</sup> Vgl. auch Johanning (2009), S. 461.

<sup>67</sup> Vgl. prägnant Hull (2010), S. 15-17.

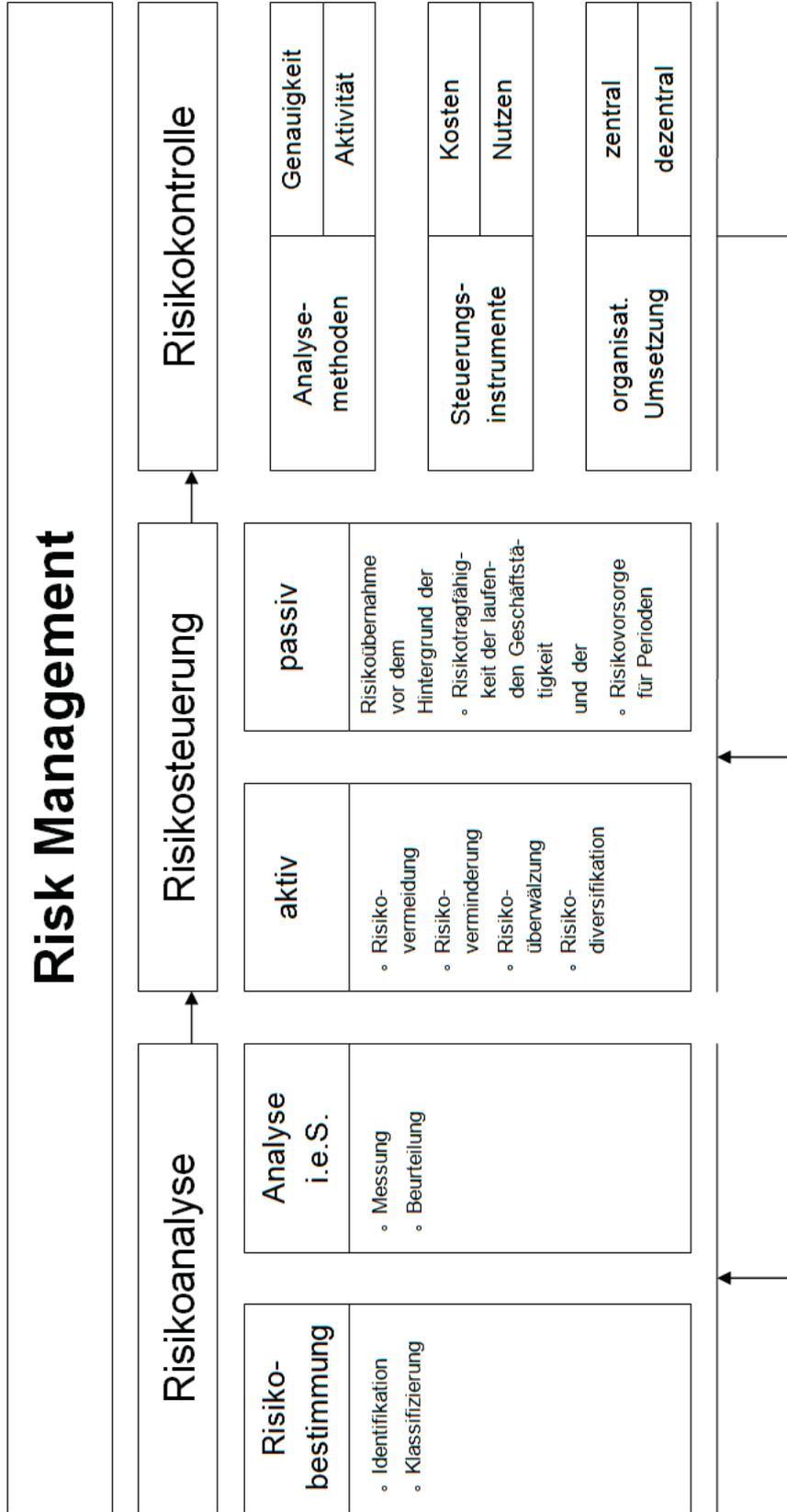


Abb. 2: Phasenschema des Risk Managements<sup>68</sup>

<sup>68</sup> Quelle: Nach Schulte (1994), S. 57.

Im Bereich des finanziellen Risikomanagements lassen sich hierunter wie gesehen folgende Risikoarten fassen<sup>69</sup>:

- Liquiditätsrisiko heißt die Gefahr von Zielverfehlungen infolge einer unzureichenden Ausstattung mit Zahlungsmitteln<sup>70</sup>;
- Kreditrisiko bezeichnet die Gefahr von gläubigerseitigen Zielverfehlungen dadurch, dass ein Schuldner nicht mehr in der Lage ist, seinen Kapitaldienstverpflichtungen nachzukommen oder dass sich seine dahingehende Kreditwürdigkeit graduell verschlechtert hat; soweit es sich bei ihm um einen souveränen Staat handelt, liegt ein Länderrisiko vor<sup>71</sup>;
- Marktpreisrisiken bestehen in Zielverfehlungen infolge von ungeplanten Mehrausgaben für den Erhalt bzw. aus dem Absatz bestimmter Leistungsbündel durch gestiegene Beschaffungs- bzw. gesunkene Absatzpreise<sup>72</sup>.
- Operationelle Risiken schließlich resultieren aus fehlerhaften Systemen, Prozessen oder auch menschlichen Handlungen innerhalb einer Unternehmung<sup>73</sup>.

Innerhalb der einzelnen Kategorien muss dann weiter in Unterarten aufgeschlüsselt werden (im Falle von Marktpreis- z. B. in Zins-, Aktienkurs-, Wechselkurs- oder Rohstoffpreisrisiken). In einer umfassenden Sichtweise ist analog für Risiken zu verfahren, die anderen Unternehmensbereichen zuzuordnen sind, also etwa (mengenmäßige) Beschaffungs- und Absatzrisiken. Für die so systematisierten Einzelrisiken kann dann die Auswahl der entsprechenden Steuerungsinstrumente erfolgen. Identifikation und Klassifizierung sind im Rahmen der Risikoanalyse insoweit als Vorfragen zu verstehen, die zwar nicht immer wieder von Grund auf bearbeitet werden müssen, die zwingend aber stets dann zu beantworten sind, wenn Transak-

---

<sup>69</sup> Für ausführliche Auseinandersetzungen mit den Definitionen der Einzelrisiken vgl. entsprechend gegliederte Gesamtdarstellungen wie etwa Crouhy/Galai/Mark (2001), Albrecht/Maurer (2008), Schierenbeck/Lister/Kirmße (2008), Horsch/Schulte (2010), Hull (2010).

<sup>70</sup> Einführend zur Messung und Steuerung von Liquiditätsrisiken vgl. Lopez (2008); ausführlich dazu insbes. Banks (2005).

<sup>71</sup> Einführend zur Messung und Steuerung von Kreditrisiken vgl. Albrecht/Maurer (2008), S. 909-915; ausführlich dazu die Ausführungen und Literaturangaben dieses Bandes; speziell zum Länderrisiko vgl. Bröder (2006).

<sup>72</sup> Vgl. einführend etwa Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 639-641; ausführlich etwa Rudolph/Schäfer (2010).

<sup>73</sup> Für eine detaillierte Einführung vgl. Einhaus (2006), S. 13-38; ausführlich vgl. zudem Auer (2008).

tionen neue Märkte, Produkte oder Kunden betreffen, bei denen der Entscheidungsträger größere Wissensdefizite und damit Risiken verzeichnet.

Hiernach zielt die Risikoanalyse im engeren Sinne auf die regelmäßige Quantifizierung und Messung der so unterschiedenen Risiken und ihre anschließende Beurteilung bzw. Bewertung (im Sinne der Risikotragfähigkeit)<sup>74</sup>. Angesichts der Vielzahl der für ein Unternehmen relevanten Risiken ist zwischen solchen zu unterscheiden, bei denen eine

- Quantifizierung nicht möglich ist (mangelnde Quantifizierungsfähigkeit), wie z. B. bei strategischen Risiken aus der Neustrukturierung eines Portfolios strategischer Geschäftsfelder, da hierfür naturgemäß kaum Erfahrungswerte im Unternehmen vorliegen und die Langfristigkeit des maßgeblichen Zukunftszeitraums die Prognose zusätzlich erschwert;
- Quantifizierung nur sehr aufwendig und unter Kosten-/Nutzen-Gesichtspunkten daher nicht sinnvoll erscheint (mangelnder Quantifizierungsnutzen), wie z. B. bei bestimmten Risiken im technisch-organisatorischen Bereich<sup>75</sup>;
- Quantifizierung möglich und sinnvoll erscheint, z. B. die Risiken des Finanzbereichs im Allgemeinen sowie Ausfall- und Zinsänderungsrisiken im Besonderen.

Für vorgenannte Systematisierung ist zu unterscheiden, ob eine solche Messung überhaupt a) dem Grunde nach bzw. *objektiv* sowie b) dem originären Risikonehmer *subjektiv* möglich ist. Anschließende Steuerungsmaßnahmen und insbesondere Transferentscheidungen setzen die exakte Ermittlung einer Maßzahl nicht zwingend voraus. Durchaus können sie ausgelöst sein durch die Kalkulation einer Verlusterwartung, die den Entscheidungsträgern als nicht tragbar erscheint<sup>76</sup>. Ebenso ist aber denkbar, dass die Entscheidungsträger die Messbarkeit dem Grunde nach oder aber zumindest angesichts der ihnen dafür verfügbaren Ressourcen anzweifeln. Der Transfer auf einen anderen Marktteilnehmer beruht dann auf der Annahme, diesem sei die Messung exakter oder/und die Tragung der Ver-

---

<sup>74</sup> Zur elementaren Bedeutung von quantitativer Messung und Messbarkeit vgl. prägnant Albrecht/Maurer (2008), S. 51f.

<sup>75</sup> Vgl. am Beispiel des operationellen Risikos von Kreditinstituten Locarek-Junge/Hengmith (2004).

<sup>76</sup> Vgl. prägnant Hull (2010), S. 1: „decide whether the risks are acceptable and, if they are not acceptable, what action should be taken“.

lustgefahr besser möglich. Berechtigt scheint diese Annahme gerade dann, wenn es sich beim Risikonehmer um einen *Mess-* oder/und *Steuerungsspezialisten* handelt. Dieser Risikonehmer existiert dann als solcher gerade deswegen, weil er Größen-, Verbund- oder Diversifikationsvorteile im Allgemeinen und beim Umgang mit unvollständigen und asymmetrischen Informationen im Besonderen realisieren kann: Diese Transaktionskostensparnisse bilden die *raison d'être* für die Existenz von solchen auf Risikotragung spezialisierten Finanzintermediären<sup>77</sup>.

Aus den „Erfahrungstatbeständen ungleich verteilten Wissens, Wollens und Könnens“<sup>78</sup> folgt fernerhin, dass verschiedene Menschen für sich bzw. von ihnen geleitete Institutionen aus gleichen Ergebnissen der vorstehend beschriebenen Mess- und Bewertungsprozesse nicht die gleichen Konsequenzen ziehen. Im Rahmen der Beurteilung ist die ermittelte Ist-Risikoposition der individuellen Soll-Risikoposition gegenüberzustellen. Im Regelfall ergibt sich diese nach Maßgabe der Unternehmensleitung, in besonderen Fällen – insbesondere für Finanzintermediäre in Form von Bank- oder Versicherungsunternehmen – zumindest auch, möglicherweise sogar primär nach Maßgabe übergeordneter Regelsetzer: So gehen im Bereich des Ausfallrisikos die entsprechenden Regeln des Bank- und Versicherungsaufsichtsrechts (KWG / SolvV; VAG / KapitalausstattungsV) – bzw. die darin kondensierten Risikoerwägungen politischer und bürokratischer Unternehmer – unternehmensindividuellen Risikoerwägungen vor<sup>79</sup>.

Aus der Risikotheorie heraus beruhen solche Erwägungen idealtypisch auf so genannten Risikonutzenfunktionen, bei denen bestimmten Chance-Risiko-Kombinationen subjektive Nutzenwerte zugeordnet werden. Risikonutzenfunktionen können grundsätzlich drei voneinander abgrenzbare Risikoeinstellungen zum Ausdruck bringen<sup>80</sup>. Bei Risikoneutralität wird ausschließlich aufgrund der Renditeerwartung entschieden, der Risikoaspekt wird also nicht berücksichtigt. Wegen der Nicht-Berücksichtigung des

---

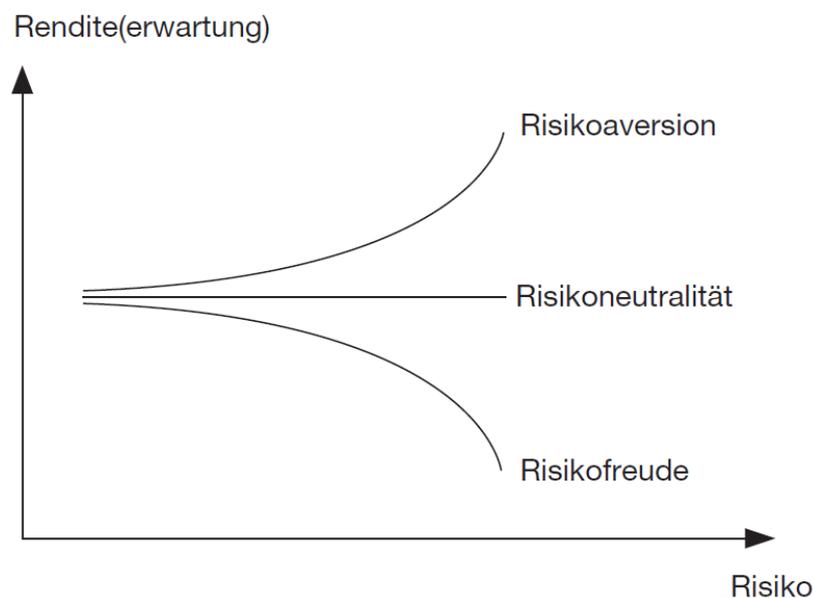
<sup>77</sup> Vgl. im Original Benston/Smith (1976); Leland/Pyle (1977); sowie Skogh (1989) speziell zu Versicherungsintermediären; aus der zeitgenössischen Literatur vor allem Greenbaum/Thakor (2007); sowie – im Rahmen dieser Reihe – ergänzend Horsch (2006), S. 14-21.

<sup>78</sup> Schneider (1995b), S. 12.

<sup>79</sup> Diese und andere Marktregeln sind daher einerseits Determinante, andererseits Ergebnis der Ausübung von Unternehmerfunktionen durch verschiedene Unternehmertypen, vgl. ausführlich hierzu Horsch (2008), S. 60-79.

<sup>80</sup> Vgl. ebenso ausführlich wie kritisch hierzu Schneider (1995a), S. 100-115.

Risikos wird für Risikoneutralität gelegentlich auch der (treffendere) Begriff Risikoignoranz verwendet. Risikofreudiges Verhalten ist dadurch gekennzeichnet, dass eine unsichere Alternative aufgrund der mit ihr verbundenen Chance einer sicheren Alternative mit gleicher Renditeerwartung (aber eben ohne Chance) vorgezogen wird. Der Entscheider stellt also den Chancespekt in den Vorder- und den Risikoaspekt in den Hintergrund<sup>81</sup>. Genau umgekehrt dazu ist risikoscheues Verhalten angelegt. Hier wird die sichere Alternative der in puncto Renditeerwartungswert gleichen, aber unsicheren Alternative vorgezogen. Unternehmerischen Entscheidungen liegt zumeist risikoscheues Verhalten zugrunde<sup>82</sup>. Die nachfolgende Abbildung 3 stellt den zuvor dargelegten Zusammenhang zwischen Risikonutzen in Abhängigkeit von Rendite und Risiko idealtypisch dar<sup>83</sup>.



*Abb. 3: Risikoindifferenzkurven idealtypischer Risikoeinigungen*

Bei den eingetragenen Kurven ist der Nutzen des Entscheidungsträgers aus den jeweils auf den Linien liegenden Rendite-Risiko-Kombinationen immer gleich. Rendite-Risiko-Kombinationen oberhalb der jeweiligen Nutzenindifferenzkurven würden für den Entscheider einen höheren Nutzen bedeuten und wären daher den anderen Kombinationen vorzuziehen.

<sup>81</sup> Illustrativ zum „emotionalen Nutzen der Streuung“ vgl. Zellner (2001), S. 32f.

<sup>82</sup> Vgl. stellvertretend Oehler/Unser (2002), S. 27; sowie ausführlich Spremann (2006), S. 411f.

<sup>83</sup> Vgl. zu Grundidee und idealtypischen Verläufen von Nutzenindifferenzkurven aus der jüngeren Literatur etwa Varian/Buchegger (2007), S. 254-292.

Eine Beurteilung auf der Basis von Risikonutzenfunktionen setzt zum einen die Zuordnung von Wahrscheinlichkeiten voraus, zum anderen müssen die Präferenzen der Entscheidungsträger quantifizierbar sein. Die Ermittlung von individuellen Risikopräferenzen, ihre Überführung in eine individuelle Risikonutzenfunktion und insbesondere deren interpersonelle Zusammenfassung in die einer Gruppe von Akteuren – verkörpert z. B. durch eine mehrköpfige Unternehmensleitung – sind aber in der Praxis kaum möglich. Neben der Mehrköpfigkeit solcher Gremien spielt für solche Gruppenentscheidungen<sup>84</sup> auch ihre Ausrichtung an den Interessen weiterer Stakeholder der Unternehmung (insbesondere Eigentümer, Gläubiger, Aufsichtsinstitutionen) eine hierbei hinderliche Rolle. Insofern sind dort praktikablere Lösungen anzustreben. Dennoch sind die dargestellten Zusammenhänge grundlegend für jede Entscheidung unter Risiko, in die sie zumindest unbewusst einfließen. Insofern kommt es in der Risikoposition eines Unternehmens zur Zusammenführung der unternehmensinternen Risikoeinstellung mitsamt der relevanten externen Erwägungen auf der einen mit den veranschlagten Risikopotentialen auf der anderen Seite. Mit der Beurteilung der Risikoposition im o. g. Sinne, also des Verhältnisses von Risiko- und Deckungspotentialen eines Unternehmens, ist der Teil der Risikoanalyse abgeschlossen. Wenn aus der dargestellten Beurteilung ein Handlungsbedarf abgeleitet wird, so stehen verschiedene Möglichkeiten zur Beeinflussung der Ist-Risikoposition zur Verfügung, um diese einer anders gelagerten Soll-Risikoposition anzunähern. Diese können unterschieden werden in die an den Risikodeckungspotentialen anknüpfende Risikoübernahme mitsamt der entsprechenden -vorsorge (passive Risiko-steuerung) einerseits sowie verschiedene Maßnahmen zur Gestaltung der Risiken bzw. des Risikopotentials (aktive Risikosteuerung) andererseits<sup>85</sup>, damit also vor allem in folgende Kategorien<sup>86</sup>:

---

<sup>84</sup> Vgl. grundlegend zu Koordinationsproblemen in Entscheidungsgremien prägnant Schneider (1997), S. 121-133.

<sup>85</sup> Vgl. Johanning (2009), S. 468-470.

<sup>86</sup> Vgl. mit entsprechender Systematik im Zeitablauf u.a. Krauß (1970), S. 32-41; Heilmann (1989), S. 145-148; Schulte (1994), S. 59f.; Zeller (2001), S. 39-41, 53f.; Schröck/Steiner (2005), S. 56-58; Schierenbeck/Lister/Kirmße (2008), hier S. 39f.; Horsch/Schulte (2010), hier S. 39f.

1. Risikovermeidung – aktiv: bestimmte risikobehaftete Geschäfte werden nicht durchgeführt;
2. Risikoverminderung – aktiv: ursachenorientierte Reduzierung der Eintrittswahrscheinlichkeit und/oder wirkungsorientierte Begrenzung des Schadensausmaßes;
3. Risikoüberwälzung/-transfer – aktiv: Übertragung des Risikos auf Dritte;
4. Risikodiversifikation – aktiv: gezielte Kombination von nicht perfekt positiv korrelierten Einzelrisiken mit dem Ziel einer Senkung des Risikos der Gesamtposition<sup>87</sup>;
5. Risikoübernahme – passiv: bewusstes Eingehen bestimmter Risikopotentiale vor dem Hintergrund einer entsprechenden Risikovorsorge bzw. Risikotragfähigkeit.

Alternativ<sup>88</sup> lassen sich die Maßnahmen der Risikosteuerung auch differenzieren in

- ursachenbezogene, durch die der Risikoeintritt an sich verhindert werden soll, darunter die Unsicherheitsreduzierung durch Informationsgewinnung sowie Versuche zur Senkung der Eintrittswahrscheinlichkeit eines Risikos, die bis zum Verzicht auf das risikotragende Geschäft führen können, sowie
- wirkungsbezogene, die den Risikoeintritt im Gegenteil voraussetzen und auf dieser Basis auf die Abmilderung eingetretener Risiken und damit eine verbesserte Zielerreichung trotz schlagend gewordener Risiken zielen. Hierzu gehören insbesondere Risikoüberwälzungen oder -übernahmen<sup>89</sup>.

Wird ferner berücksichtigt, dass die Risikodiversifikation ex definitione eine Mehrzahl riskanter Aktivitäten voraussetzt, die zusammen ein Portfolio bilden, leitet sich in der Gesamtschau die Systematik entsprechend der nachfolgenden Abbildung 4 ab.

---

<sup>87</sup> Vgl. mit Bezug auf die zugrunde liegenden Ideen BERNOULLIS ebenso ausführlich wie kritisch Schneider (1997), S. 220-236. Als grundlegend im Kontext finanzieller Risiken gelten die portfoliotheoretischen Arbeiten von HARRY M. MARKOWITZ, vgl. insbesondere Markowitz (1952).

<sup>88</sup> Vgl. m.w.N. zu diesen und weiteren Gliederungsvarianten stellvertretend Mikus (2001), S. 16-19.

<sup>89</sup> Vgl. am Beispiel des Risikomanagements mittelständischer Unternehmen illustrativ Eichhorn (2004), S. 831f.

	<b>... von Einzelpositionen</b>	<b>... von Portfolios (Positionenmehrzahl)</b>	
<b>ursachen-bezogene Steuerung</b>	Risikovermeidung / Risikominderung		Risiko-diversifikation
<b>wirkungs-bezogene Steuerung</b>	Risikotransfer	Risikoübernahme/-vorsorge	

Abb. 4: Systematisierung von Risikosteuerungsmaßnahmen<sup>90</sup>

In der letzten Phase des Risk-Management-Prozesses werden die risikopolitischen Entscheidungen auf ihre Wirksamkeit und ihren ökonomischen Nutzen hin kontrolliert. Hierbei kann zwischen einer Kontrolle der verschiedenen Analysemethoden und Steuerungsmaßnahmen sowie ihrer organisatorischen Umsetzung unterschieden werden<sup>91</sup>.

Die verwendeten Verfahren zur Risikomessung und -beurteilung müssen hierbei fortwährend auf ihre Genauigkeit und Aktualität hin überprüft werden. Bisher nicht erkannte oder wegen neuer technischer Möglichkeiten nunmehr auch unter Kosten-Nutzen-Aspekten sinnvoll messbare Risiken wären in bestehende Strukturen und Abläufe des Risikomanagements zu integrieren. Umgekehrt kann sich eine Unangemessenheit der Mess- und Steuerungsansätze in inhaltlicher oder (transaktionskosten-)ökonomischer Hinsicht erweisen<sup>92</sup>. Schließlich muss die Umsetzung der aufbau- und ablauforganisatorischen Effizienz des Risikomanagements auf zentraler und dezentraler Ebene überprüft werden<sup>93</sup>.

Schon aus dieser Einführung ist erkennbar, dass unternehmerisches Risikomanagement eine umfangreiche und komplexe Aufgabe darstellt, was auch entsprechende Gesamtdarstellungen kennzeichnet. Die vorliegende Arbeit konzentriert sich demgegenüber auf einen Ausschnitt aus diesem Gesamtprozess – nämlich die *Steuerung* von a) *Kredit(ausfall)risiken*, die b) mit Hilfe von *Kreditversicherungen* erfolgt. Dieser Ausschnitt aus dem

<sup>90</sup> Angelehnt an Schierenbeck/Lister/Kirmße (2008), S. 40.

<sup>91</sup> Vgl. für Versicherungsunternehmen einfürend Farny (2011), S. 477-479.

<sup>92</sup> Vgl. zu diesem „Model Risk“ Hull (2010), S. 407-421.

<sup>93</sup> Vgl. hierzu übergreifend Schulte (1994), S. 60-62. Für eine praxisnahe Darstellung der „Einbettung des Credit Managements in die Unternehmensorganisation“ vgl. u.d.T. Koch (2009).

unternehmerischen Risikomanagement wird nachfolgend von den bis hierher grundsätzlichen, da für alle Risikoarten geltenden Ausführungen abgegrenzt. Wie in diesem allgemeinen steht im nachfolgenden besonderen Teil eine Auseinandersetzung mit zentralen Risikobegriffen am Anfang der Betrachtung.

## 2.2 Unternehmerische Kreditrisikonahme

### 2.2.1 Begriff des Kreditrisikos

Kreditrisiken entstehen aus Kreditbeziehungen. Solche lassen sich wie andere Finanzierungen auch charakterisieren als Tauschbeziehungen über Zahlungsströme: Der Kreditgeber/Gläubiger stellt dem Kreditnehmer / Schuldner den Kreditbetrag  $AZ$  – in einer Summe zu einem Zeitpunkt oder tranchiert über mehrere Auszahlungstermine – zur Verfügung, welcher sich im Gegenzug zu einem erfolgsunabhängigen Kapitaldienst  $KD$  verpflichtet. Er hat also diesen Betrag samt darauf zu entrichtender Zinsen gemäß einem individuell ausgehandelten Zahlungsplan zurückzuführen<sup>94</sup>. Die Einräumung eines Kredits repräsentiert dann einen idealtypischen Fall entsprechend der zahlungsstromorientierten Definition von Investitions- bzw. Finanzierungsbeziehungen<sup>95</sup>:

- Investition des Gläubigers:  $- AZ_0, + KD_1, + KD_2, \dots, + KD_n$ ;
- Finanzierung des Schuldners:  $+ AZ_0, - KD_1, - KD_2, \dots, - KD_n$ .

Die Kreditbeziehung entsteht hierbei aus einem singulären Vertrag, der allein auf die Überlassung und Rückführung liquider Mittel gerichtet ist. Aufgrund der umgebenden Informationsasymmetrien<sup>96</sup> werden Verträge dieser Form zumeist von darauf spezialisierten Intermediärsinstitutionen als *Finanz-* oder *Bankkredit* gewährt.

Analog dazu entsteht eine Kreditbeziehung dann, wenn ein Partner einer beliebigen Ursprungstauschbeziehung eine ihm daraus zustehende Zahlung zunächst nicht einfordert und der Gegenpartei einen Zahlungsaufschub

---

<sup>94</sup> Vgl. etwa Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 149, 182f.

<sup>95</sup> Vgl. dazu Schneider (2001), S. 755.

<sup>96</sup> Vgl. grundlegend Schneider (1992), S. 617-623. Vgl. ausführlich und m.w.N. zu Charakteristika von Kreditverträgen aus theoretischer Sicht Burghof (2004), hier einführend S. 7-43.

gewährt<sup>97</sup>: Im Gegenzug für diesen temporären *Einzahlungsverzicht* erhält er einen Anspruch auf eine spätere – und gegenüber einer ad-hoc-Zahlung nicht selten höhere – Gegenleistung. Zumeist steht ihm die vorgenannte Einzahlung deswegen zu, weil er für die Gegenpartei im Rahmen des Ursprungsvertrags ein Leistungsbündel geliefert hat. Indem er auf das ihm dafür zustehende Entgelt noch verzichtet, gewährt der Lieferant der Ursprungsleistung deren Abnehmer einen nach dem Kreditgeber benannten *Lieferantenkredit*.

Mit dem zuvor verwendeten Oberbegriff des Leistungsbündels wird unterstrichen, dass ein Leistungsersteller regelmäßig eine Kombination von Sach- und Dienstleistungen erbringt<sup>98</sup>. Die traditionelle Differenzierung in Sach- und Dienstleistungen ist daher nicht im Sinne eines entweder-oder, sondern einer Gewichtung zu verstehen. Ein Lieferantenkredit heißt daher dann *Warenkredit*, wenn die damit aufgeschobene Gegenleistung für ein Leistungsbündel geschuldet wird, das ganz überwiegend aus einer Her- bzw. Bereitstellung von physischen Gütern („Waren“) besteht<sup>99</sup>. So abgegrenzte Lieferantenkredite zählen zu den wichtigsten Mittelquellen im Bereich der (kurzfristigen) Unternehmensfinanzierung<sup>100</sup>. Diese generelle Aussage gilt speziell dann, wenn liquide Mittel – im kreditsuchenden Unternehmen bzw. im Markt – knapp und über Bankfinanzierungen nicht zu beschaffen sind: Da „suppliers lend when banks are not willing to lend“<sup>101</sup>, fungieren Lieferantenkredite besonders in Zeiten knapper liquider Mittel als bevorzugte Finanzierungsvariante<sup>102</sup>.

---

<sup>97</sup> Vgl. entsprechend zur Gleichartigkeit von Bank- und Lieferantenkrediten aus ökonomischer Sicht grundlegend etwa Gutenberg (1980), S. 181f.; sowie aus aktuellerer (Kreditversicherungs-)Perspektive Claire (2004), S. 28.

<sup>98</sup> Vgl. grundlegend Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer (1993); Schneider (1997), S. 324-327; Kleinaltenkamp (2000), S. 216-227.

<sup>99</sup> Vgl. exemplarisch die aktuelle Darstellung des Lieferantenkredits bei Hölscher (2010), S. 281f. Zu den verschiedenen Synonymen vgl. auch Zellner (2001), S. 2-5.

<sup>100</sup> Vgl. im Zeitablauf stellvertretend Nadiri (1969), S. 408; Emery (1984), S. 271; Summers/Wilson (2000), S. 37; Wilner (2000), S. 153; Paul/Wilson (2007), S. 96f.; Gianetti/Burkart/Ellingsen (2011), S. 1261f. Folgerichtig sind Lieferantenkredite unverzichtbarer Bestandteil von Gesamtdarstellungen zur Unternehmensfinanzierung, vgl. stellvertretend Süchting (1995), S. 185-187, 581-584; Franke/Hax (2009), S. 581-583.

<sup>101</sup> Cuñat (2007), S. 492.

<sup>102</sup> Vgl. grundlegend hierzu Schwartz (1974); Petersen/Rajan (1997); sowie basierend darauf für eine aktuelle Einführung Atanasova (2007), S. 49f.

Anders als ein idealtypischer Bankkredit besteht ein Lieferantenkredit nicht in der Hergabe liquider Mittel, sondern im Verzicht auf ihre Vereinnahmung für eine bestimmte (Kreditlauf-)Zeit. In beiden Fällen handelt es sich um den Verzicht auf (Verfügungsrechte über) liquide Mittel zugunsten des Kreditnehmers. Dieser verspricht im Gegenzug eine (Rück- bzw. Später-)Zahlung sowie regelmäßig eine Prämie während bzw. am Ende der Laufzeit<sup>103</sup>. Im Vergleich zu einer Situation ohne diese Abmachung verfügt der Kreditgeber nicht über einen sicheren, sondern einen unsicheren Zugriff auf die kreditierten Mittel. Entsprechend der oben getroffenen allgemeinen Abgrenzung gilt daher: Kreditrisiken für den Gläubiger aus (Bank- wie Lieferanten-)Kreditbeziehungen resultieren ursachenbezogen aus einem Nachlassen der Kapaldienstfähigkeit oder/und -willigkeit des Schuldners<sup>104</sup>, die sich wirkungsbezogen negativ auf Zielgrößen des Gläubigers auswirken. Dieses Risiko verstärkt sich mit dem Aufbau einer Geschäftsbeziehung zwischen (Lieferanten-)Kreditgeber und -nehmer: Infolge spezifischer Investitionen in diese Geschäftsbeziehung<sup>105</sup>, die beim Kreditnehmerausfall verlorengelassen würden, haben Kreditgeber Anreize, Kreditnehmer durch zusätzliche Mittelzuführungen, Stundungen und andere Maßnahmen zu unterstützen: Die Beziehung „forces suppliers to help their customers when their relationship is at stake“<sup>106</sup>, womit sich das Ausfallrisiko quantitativ um die zusätzlich gewährten Beträge und qualitativ um Aspekte des Liquiditäts- und auch des Marktpreisrisikos (hinsichtlich der tatsächlichen Verzinsung des Kredits) erweitert<sup>107</sup>.

Diese Abgrenzung des Kreditrisikos ist insoweit eng, als sie nicht alle Gründe beinhaltet, aus denen heraus eine offene Forderung an Wert verlieren kann, sondern sich *ursachenbezogen auf die Kapaldienstfähigkeit (Bonität) des Schuldners* konzentriert. Beispielsweise sinkt der Wertansatz einer Forderung in Fremdwährung bei unveränderter Schuldnerbonität auch dann, wenn die ausländische gegenüber der inländischen Währung schwächer wird. Hierbei handelt es sich indes originär um ein Wechsel-

---

<sup>103</sup> Beim Lieferantenkredit wird dieser Zins explizit oder implizit (in der Kaufpreisgestaltung) festgesetzt, vgl. stellvertretend Cuñat (2007), S. 492f.; Gianetti/Burkart/Ellingsen (2011), S. 1264, 1280.

<sup>104</sup> Ausführlich zum Begriff des Kreditrisikos vgl. DeMarzo (1994), S. 541; sowie entsprechend Henke (2002), S. 25f. (m.w.N.).

<sup>105</sup> Vgl. anhand von Lieferantenkrediten einfürend Summers/Wilson (2000), S. 40f.; sowie ausführlich Summers/Wilson (2003).

<sup>106</sup> Cuñat (2007), S. 495.

<sup>107</sup> Vgl. grundlegend zur „Exploitation of Relationships in Financial Distress“ u.d.T. Wilner (2000).

kursrisiko und nicht um ein Kreditrisiko. Analog können Änderungen von Marktzinsen veränderte Wertansätze zinstragender Kreditpositionen beim Gläubiger bewirken. Hierbei wiederum handelt es sich ausgehend von der Ursache der Wertminderung um ein Zinsänderungsrisiko anstelle eines Kreditrisikos. Diese Wertminderung betrifft insbesondere Kreditforderungen, die in börsennotierten Schuldverschreibungen verbrieft sind. Spätestens in einer Fair-Value-Perspektive berühren Marktzinsänderungen über entsprechend veränderte Opportunitätszinssätze und Diskontierungseffekte allerdings auch den Wert anderer Asset, darunter den von Forderungspositionen. In beiden Beispielen kommt es also wirkungsbezogen zwar zu Risikoeintritten bei einer Forderungsposition, diese werden jedoch nicht dem Kreditrisiko zugerechnet, das eine *schuldnerseitige* Bonitätsverschlechterung voraussetzt<sup>108</sup>. Risiken der zuletzt genannten Art, soweit sie aus Warenlieferungsverträgen resultieren, sowie darauf gerichtete Steuerungskonzepte stehen im Zentrum einer ökonomischen Analyse der Kreditversicherung. Am Anfang dessen erfolgt eine Differenzierung von Unterformen des wie vorstehend zunächst umfassend definierten Kreditrisikos.

### 2.2.2 Arten des Kreditrisikos

Anknüpfend an der Fähigkeit des Schuldners (eines Lieferanten- oder auch eines Bankkredits), seinen Kapitaldienstverpflichtungen nachzukommen, werden die folgenden Unterformen des Kreditrisikos unterschieden:

- Das *Kreditrisiko i. e. S.* (Ausfallrisiko, default risk) meint die Gefahr, dass der Schuldner seinen Kapitaldienstverpflichtungen tatsächlich nicht vertragsgemäß nachkommt, indem er gar nicht, nur anteilig oder verspätet zahlt<sup>109</sup>. Die Liquiditätszuflüsse genügen also nicht den Erwartungen und Planungen, der Barwert der Zahlungsströme, die dem Gläubiger zustehen, sinkt – schlimmstenfalls bis auf null – und zieht entsprechende Belastungen der Erfolgsrechnung nach sich.
- Das *Kreditrisiko i. w. S.* (Bonitätsveränderungsrisiko) beschreibt demgegenüber die Gefahr, dass sich die Einschätzung der Kapitaldienstfähigkeit eines Schuldners während der Kreditlaufzeit ver-

---

<sup>108</sup> Exemplarisch für eine denkbar weite Abgrenzung von Kreditrisiken vgl. Isern (1984), S. 18-22.

<sup>109</sup> Vgl. stellvertretend Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 416.

schlechtert, die Ausfallwahrscheinlichkeit also steigt<sup>110</sup>, obgleich es noch zu keiner der vorgenannten Störungen des Kapitaldienstes gekommen ist. Auch eine solche, durch andere Gründe als konkrete Kapitaldienstmängel – wie z. B. verschlechterte Branchen- oder Konjunkturprognosen – ausgelöste Änderung der Bonitätseinschätzung belastet über die Risikoadjustierung von (Diskontierungszinsen in) Bewertungskalkülen die Barwerte ausstehender Kapitaldienstzahlungen und mithin darauf beruhende Bilanzansätze. Entsprechende abschreibungsbedingte Buchverluste verwandeln sich in realisierte, wenn eine solche offene Position vor dem Ende ihrer Laufzeit veräußert wird<sup>111</sup>.

- Das sogenannte *Kontrahentenausfallrisiko* (counterparty credit risk, CCR) ist eine speziell durch die Finanzmarktkrise und die anschließende krisengetriebene Regulierung stärker in den Vordergrund getretene Unterform<sup>112</sup>. Es unterscheidet sich vom eigentlichen Ausfallrisiko dadurch, dass der Ausfall nicht einen Kreditnehmer, sondern einen Vertragspartner aus einem (insbesondere Wertpapier-, Zins- oder Währungs-)Handelsgeschäft betrifft. Wenn dieser insolvenzbedingt seine vertragsgemäßen Leistungen nicht mehr erbringen kann (ursachenbezogene Abgrenzung), fällt für die kreditgebende Gegenpartei zwar keine Forderung aus, ihre Erfolgs- und Liquiditätslage kann aber negativ dadurch beeinflusst werden, dass der Kontrakt nunmehr wertlos – also abzuschreiben – ist<sup>113</sup>, während sie auf das Handelsgeschäft verzichten oder für die ausgefallene eine neue counterparty – zu u. U. schlechteren Konditionen – akquirieren muss. Die analoge Problematik entsteht im Lieferantenkreditbereich, wenn die Gegenpartei eines geschlossenen Vertrages noch vor der ersten Leistungserbringung ausfällt: Der Vertrag ist wertlos, ein Ersatzgeschäft verursacht Transaktionskosten.

---

<sup>110</sup> Vgl. prägnant Albrecht/Maurer (2008), S. 909f.; begrifflich abweichend auch Sievers (2009), S. 20f. Vgl. zudem exemplarisch Kern (2003), S. 3f.; Deutsche Bundesbank (2004a), S. 28f. („Spreadrisiko“); Brütting/Weber/Heidenreich (2003), S. 756 m.w.N.

<sup>111</sup> Vgl. stellvertretend Baxmann (2009), S. 8; Wiedemann (2008), S. 139f.

<sup>112</sup> Das CCR bildet einen der wesentlichen Inhalte der neuen Regulierungsvorschriften, die unter der Bezeichnung Basel III firmieren, vgl. im Original BCBS (2011), S. 29-51.

<sup>113</sup> Vgl. einführend Hull (2010), S. 313f.

Kreditrisiken geht demnach jede Person oder Institution ein, die heute liquide Mittel zur Verfügung stellt bzw. nicht einfordert, weil sie einen alternativen künftigen Zufluss bevorzugt. Daher spielen sie eine herausgehobene Rolle für solche Institutionen, deren Kerngeschäft in der Gewährung von Kreditmitteln besteht, also für Finanzintermediäre in Form von Bank- und Versicherungsunternehmen<sup>114</sup>. Die nachfolgenden Überlegungen zur Messung und Steuerung von Kreditrisiken sind daher traditionell stark von den in diesen Branchen praktizierten Mess- und Steuerungskonzepten geprägt. Unabhängig davon gelten die getroffenen Aussagen dem Grunde nach für jede kreditgewährende Partei, insbesondere also für Lieferanten- bzw. Warenkreditgeber:

Analog einer kreditgewährenden Bank verzeichnet der Warenkreditgeber mit Einräumung des Zahlungsziels ein Aktivum in Form einer – mit Kreditrisiken behafteten – Forderung<sup>115</sup>. Deren Wertansatz richtet sich nach den hierauf zu erwartenden zukünftigen Einzahlungen. Sinkt nun die Bonität des Warenkreditschuldners graduell (Bonitätsänderung) oder gar bis auf null (Ausfall), verliert die Position entsprechend an Wert. Neben der Erfolgs- wird die Liquiditätslage des Warenkreditgebers negativ beeinflusst, wenn die geschuldeten Einzahlungen in der Höhe, in der Zeit oder anderweitig nicht den Vereinbarungen entsprechen. Auch ein counterparty credit risk ist im Kontext von Warenlieferungsverträgen nicht nur grundsätzlich denkbar, sondern sogar typisch: Immer dann, wenn es sich nicht um ein spontanes Zug-um-Zug-Geschäft handelt, sondern Lieferant und Abnehmer einer Ware im Zeitpunkt  $t_0$  vereinbaren, dass die Lieferung zu einem späteren Zeitpunkt  $t_L$  und die Zahlung zu einem Zeitpunkt  $t_Z$  erfolgen soll, tragen fortan beide Parteien das Risiko, dass sich in der Zwischenzeit die Bonität der Gegenpartei so weit verschlechtert, dass sie ihren Vertragspflichten nicht nachkommen kann:

- Das CCR des Lieferanten liegt darin, die bestellte Ware her- bzw. bereitzustellen, die dann per  $t_L$  bonitätsbedingt nicht abgenommen wird. Ob und inwieweit seine Zielgrößen hierdurch beeinträchtigt werden, hängt davon ab, ob und zu welchen Konditionen er eine alternative Verwendung der Waren realisieren kann, also beispielsweise durch Verkauf an eine andere Gegenpartei. Die aus diesem

---

<sup>114</sup> Vgl. etwa Kaltofen (2006), S. 12f.

<sup>115</sup> Vgl. auch Atanasova (2007), S. 52.

Ersatzvertrag resultierenden Transaktionskosten, Preisabschläge usw. sind dann quantitative Manifestationen des seinerseitigen CCR, nicht jedoch sein Anspruch auf die vereinbarte Gegenleistung. Das diesbezügliche Ausfall- und Bonitätsänderungsrisiko im zuvor beschriebenen Sinne wird erst zwischen  $t_L$  und  $t_Z$  relevant.

- Ein CCR ist in dieser Situation eines Geschäftes auf Termin auch auf Abnehmerseite präsent, da es per  $t_L$  zu einem bonitätsbedingten Unterbleiben der Lieferung kommen könnte. Da noch nicht gezahlt worden ist, ist keine Rückforderung des Kaufpreises zu bewältigen, wohl aber eine Ersatzlieferung mit analogen Gefahren verschlechterter Bedingungen.

Auch im Fall eines Lieferantenkredits sind somit Ausfall-, Bonitätsänderungs- und Gegenpartei Risiken dem Grunde nach relevant. Im Vordergrund der folgenden Ausführungen stehen hiervon Ausfallrisiken, da sich die schwerpunktmäßig analysierte Kreditversicherung hierauf richtet.

## 2.2.3 Kreditrisiko und Unternehmertum

### 2.2.3.1 Unternehmerisches Eingehen von Kreditrisiken

Analog den risikoartenübergreifenden Ausführungen ist auch für Kreditrisiken festzuhalten, dass sie für einen Akteur deswegen entstehen, weil er eine Kreditgeberposition einnimmt. Die Frage, warum er dies tut, kann ebenfalls analog den allgemeinen Ausführungen zunächst denkbar grundlegend beantwortet werden: Gemäß seiner Präferenzlage erscheint die kreditrisikobehaftete Variante ökonomisch vorteilhafter als die Alternativen. Generell signalisiert eine Kreditvergabe also, dass im Entscheidungszeitpunkt auf Seiten des Kreditgebers die durch den Kredit verkörperte Rendite-Risiko-Position attraktiver erschien als die identifizierten Opportunitäten.

Für einen Finanzkreditgeber bestehen solche Opportunitäten in alternativen Finanzanlagen unterschiedlichster Rendite-Risiko-Kombinationen, also von der Investition in Anleihen von Staaten erster Bonität bis hin zu (vermutlich rendite- wie risikoreicheren) Aktien. Entsprechende Fehleinschätzungen gefährden Erfolgs- und Liquiditätslage des Kreditgebers, weswegen er über entsprechende Bewertungskompetenzen verfügen muss. Folge-

richtig gelten dahingehende Spezialisierungsvorteile bei der Bewertung, Transformation und Übernahme von Kreditrisiken als eine der zentralen Existenzbegründungen für Finanzintermediäre<sup>116</sup>.

Im Falle des hier vorrangigen Lieferantenkredits dominieren demgegenüber andere Erwägungen: Die Kreditgewährung ist nicht die Haupt-, sondern allenfalls eine Nebenleistung des Gläubigers. Seine Hauptleistung besteht aus der Her- bzw. Bereitstellung der im Liefervertrag spezifizierten Leistungsbündel, insbesondere Waren. Eine damit gegebenenfalls einhergehende Kreditvergabe *dient* dem Zustandekommen der Transaktion, Lieferantenkredite sind also „means of mediating business to business transactions“<sup>117</sup>. Anders als im Falle eines Bankkredits

„besteht die ökonomische Zielsetzung eines kreditgewährenden Lieferanten vor allem im Absatz der von ihm angebotenen Leistung. [...] Die mit dem Absatzgeschäft verbundene Kreditvergabe ist für diesen nicht originärer Unternehmenszweck, sondern lediglich eine absatzpolitische Notwendigkeit. Das Kreditgeschäft tritt hinter das zugrunde liegende Warengeschäft zurück.“<sup>118</sup>

Eine Gegenleistung besteht im Entgelt des Abnehmers. Im Sinne der zweiten Unternehmerfunktion kommt es zum zugrundeliegenden Vertrag nur dann, wenn der Lieferant eine Arbitragemöglichkeit zwischen Absatz- und Beschaffungsmärkten sieht, also eine positive Differenz zwischen der Preisobergrenze des Abnehmers und dem, was er für das Absatzobjekt aufgewendet hat<sup>119</sup>. Zu seinen Aufwendungen gehören dabei auch die im Zuge des Absatzprozesses unternommenen Anstrengungen, also z. B. die vorangegangene Produktwerbung. Zu diesem absatzpolitischen Instrumentarium des Lieferanten gehören neben der Kommunikations- auch die Vertriebs- und Produkt- sowie insbesondere die Preispolitik<sup>120</sup>. In einer weiten Abgrenzung zählen hierzu auch Preisvariationen, die der Lieferant

---

<sup>116</sup> Vgl. stellvertretend Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 332 (m.w.N.).

<sup>117</sup> Summers/Wilson (2003), S. 452. Eine noch dezidiertere Einstufung als verkaufsfördernde, analog der Werbung zu betrachtende Aktivität formuliert Nadiri (1969), bes. S. 409, 420.

<sup>118</sup> Zellner (2001), S. 66.

<sup>119</sup> Vgl. Schneider (1997), S. 49; entsprechend auch Paul/Horsch (2005), S. 148f.

<sup>120</sup> Vgl. grundlegend für die deutschsprachige ökonomische Literatur den zweiten Band der GUTENBERG'schen „Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre“, zuletzt Gutenberg (1984), S. 104-616 i.V.m. den exemplarischen Busse v. Colbe/Hammann/Laßmann (1992), S. 103-212; der kritischen Würdigung bei Schneider (2001), bes. S. 251-254; sowie der aktuellen Variation bei Freiling/Reckenfelderbäumer (2010), S. 395-398.

nach Maßgabe bestimmter Bedingungen gewährt. Unter diese *Konditionenpolitik* werden neben volumenbezogenen (wie Mengenrabatte) oder zeitpunktbezogenen (wie Frühbucherrabatte) Konditionen auch zahlungsbezogene Konditionen gefasst, die sich auf die genaue Gestaltung der Zahlungsströme richten<sup>121</sup>. Sie werden gegenüber der Grundform des Zugum-Zug-Geschäfts variiert, um dem Abnehmer das Eingehen des Vertrages zu erleichtern oder sogar erst zu ermöglichen. Da die Kreditfinanzierung des Abnehmers durch den Lieferanten in Gestalt des Lieferantenkredits demnach zur Unterstützung des Absatzes der Hauptleistung gewährt wird, wird sie auch als *Absatzfinanzierung* bezeichnet<sup>122</sup>.

Im Verbund mit der Warenlieferung besehen, die den Hauptteil des Leistungsbündels ausmacht, ist der Lieferantenkredit insoweit eine auf den (potentiellen) Abnehmer produzierter Leistungsbündel gerichtete und daher dem Absatzziel dienende, nachgeordnete oder Nebenleistung<sup>123</sup>. Seine Einräumung kann daher schon allein aus unternehmerischen Arbitragen zwischen Beschaffungs- und Absatzmärkten begründet sein.

Überdies kann in den Lieferantenkreditbedingungen eine Arbitragemöglichkeit im Vergleich mit den Finanzmarktkonditionen wahrgenommen und ausgenutzt werden: Ist der in den Kreditbedingungen verkörperte Lieferantenkreditzins höher als der am Finanzmarkt erzielbare Zins für Fremdkapitaltitel von Schuldnerunternehmen dieser Risikoklasse, ist die Stundung gegenüber der sofortigen Vereinnahmung (und Wiederanlage am Kapitalmarkt zu vergleichbarem Risiko) des Kaufpreises vorteilhaft<sup>124</sup>. Obwohl die Zinssätze für Lieferantenkredite aufgrund der beschriebenen Charakteristika typischerweise eher absatz- denn risikoorientiert formuliert

---

<sup>121</sup> Einen ausführlichen Überblick zur Konditionenpolitik gibt Steffenhagen (2001), vgl. einführend auch Freiling/Reckenfelderbäumer (2010), S. 427.

<sup>122</sup> Vgl. mit dezidierter Betonung ihrer Bedeutung Busse v. Colbe/Laßmann/Hammann (1992), S. 197: „Zu den wichtigsten Dienstleistungen, die ein Anbieter für Nachfrager – in der Regel in der Phase vor Abschluß des Kaufvertrages – erbringen muß, gehören solche, die die *Kaufkraft* des Nachfragers *herstellen* oder *verbessern* sollen.“ (Hervorhebungen im Orig.). Vgl. zudem stellvertretend für die Finanzierungsliteratur Süchting (1995), S. 185, 581-583; Wöhe et al. (2009), S. 330f.; für die Marketingliteratur Voeth/Herbst/Kupp (2011), S. 129. Vgl. im Kontext des Kreditrisikotransfers auch Smithson/Mengle (2006), S. 59.

<sup>123</sup> Vgl. dezidiert insbes. Nadiri (1969), passim; einführend auch Summers/Wilson (2003), S. 439f.

<sup>124</sup> Ein Lieferantenkredit ist „preferable to market lending if the seller can charge an implicit interest rate that is greater than the market lending rate of return“, so Emery (1984), S. 273; vgl. vertiefend ebda., S. 277f., 282f.

werden, gelten sie als überwiegend vergleichsweise hoch<sup>125</sup>. Dies unterstützt die Vermutung, dass ihnen trotz ihres subsidiären Charakters durchaus eigenständige Arbitragemotive auf Kreditgeberseite zugrundeliegen.

Inwieweit die Konditionenpolitik dem Grunde und der Ausprägung nach im Dispositionsbereich des Kreditgebers liegt, ist dabei von den Prozessen und Strukturen des jeweiligen Marktes abhängig: Je geringer die eigene Verhandlungsmacht gegenüber dem Abnehmer und je verbreiteter Lieferantenkredite im Rahmen der Marktprozesse sind, desto kleiner ist der Handlungsspielraum des Lieferanten. Das zuvor geschilderte Arbitragekonzept besteht dann zwar fort, doch ändern sich die Vorzeichen des Kalküls, da es weniger um Gewinnchancen als um die Vermeidung von Verlusten geht: Der Lieferant würde eigentlich eine Barzahlung favorisieren, verzichtet darauf jedoch, um die Geschäftsbeziehung zum Abnehmer und damit die eigene Wettbewerbsposition nicht zu gefährden<sup>126</sup>.

Für institutionelle Kreditgeber in Gestalt von Bankunternehmen (soweit sie sich auf das Einlagen-/Kreditgeschäft fokussieren) sind Kreditgewährungen demgegenüber das eigentliche Kerngeschäft. Das hierfür maßgebliche unternehmerische Kalkül geht davon aus, dass Arbitragen zwischen der Hereinnahme (Einlagengeschäft) und Ausreichung (Kreditgeschäft) liquider Mittel möglich sind, weil der verantwortliche Intermediär hierfür Konditionen mit Vertragspartnern für beide Geschäftsarten aushandeln kann, die ihm eine ausreichende Marge gewähren. Dass diese ausreichend sein sollte, ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass er Spezialist in den zugehörigen Transaktionen ist und daher insbesondere bei der Messung und Steuerung der Kreditrisiken Effizienzvorteile realisieren kann<sup>127</sup>. Für Unternehmen, die nicht hierauf, sondern auf die Herstellung bzw. den Handel von Waren spezialisiert sind, ergeben sich (Lieferanten-)Kredite hingegen als Begleiterscheinung ihres Kerngeschäfts. In der Folge hat die Prüfung und Überwachung der Qualität von Kreditnehmern eine deutlich

---

<sup>125</sup> Vgl. stellvertretend schon Gutenberg (1980), S. 181-183; später Wilner (2000), S. 155; sowie aktuell Cuñat (2007), passim; Hölscher (2010), S. 282. Vgl. aber auch die anhand von Zinsopportunitäten abwägende Beantwortung der Eingangsfrage „Sind Lieferantenkredite teuer?“ bei Schneider (1992), S. 93-95; sowie aktuell kritisch Fabbri/Menichini (2010), hier S. 414; Gianetti/Burkart/Ellingsen (2011), bes. S. 1290-1293.

<sup>126</sup> Vgl. auch hinsichtlich der Bedeutung von Markt(macht)gegebenheiten für die Disponierbarkeit von Lieferantenkrediten bis hin zu einem faktischen Kreditgewährungszwang grundlegend Gutenberg (1980), S. 316-319.

<sup>127</sup> Vgl. etwa Henke (2002), S. 33.

geringere, je nach Unternehmen und Branche unterschiedliche Bedeutung<sup>128</sup>. Gleichzeitig finden sich beim Lieferantenkreditgeber Spezialisierungsvorteile anderer Art, da die Abnehmer/Lieferantenkreditnehmer eine vergleichsweise homogene, dem Kreditgeber gut bekannte Gruppe darstellen. Ihnen gegenüber kann er Ansprüche gezielt und effizient (denn beispielsweise ist er Experte für die Wiederverwertung von Kreditsicherheiten aus dem Ursprungsvertrag) durchsetzen und daher Transaktionskostenvorteile im Vergleich zu Finanzkreditgebern realisieren<sup>129</sup>.

Diese unternehmerischen Bewertungen des Kreditgeschäfts verbinden sich dann, wenn eine Institution gegründet wird, deren Fortbestand und Erfolg primär darauf basieren, Lieferantenkreditgebern ihr originäres Kreditrisiko gegen Entgelt abzunehmen. Das maßgebliche unternehmerische Kalkül ist wie das des Bankintermediärs das eines Spezialisten: Der originäre Gläubiger gewährt einen Lieferantenkredit gerade ohne grundsätzliche Spezialisierungsvorteile in der und Fokussierung auf die Bewertung und Steuerung der inhärenten Risiken. Eine Institution, die sich umgekehrt genau darauf spezialisiert, Kreditnehmer (von Lieferantenkrediten) zu bewerten und basierend auf dem eigenen Expertenwissen die darin liegenden Kreditrisiken zu übernehmen, kann Übernahmekonditionen bieten, die dem Lieferanten den Transfer des Kreditrisikos (= Fremdbezug von Risikotragung) günstiger erscheinen lassen als den Risikobehalt (= Eigenerstellung der Risikotragung). Maßgeblich dafür sind – wie bei einem Bankintermediär auch<sup>130</sup> –

- Größenvorteile,
- Verbundvorteile oder/und
- Diversifikationsvorteile

des Intermediärs, hier also des KVU, im Allgemeinen und bei der Bewältigung der unvermeidlichen Informationsdefizite im Besonderen.

---

<sup>128</sup> Verglichen mit Bankintermediären lässt sich ableiten, „that service suppliers have an advantage in controlling borrower opportunism“, Gianetti/Burkart/Ellingsen (2011), S. 1290. Vgl. ergänzend Volkart (2008), S. 145.

<sup>129</sup> Vgl. Emery (1984), S. 278f.; Summers/Wilson (2003), S. 441; Fabbri/Menichini (2010), bes. S. 414-416; Gianetti/Burkart/Ellingsen (2011), S. 1262f., 1266f.

<sup>130</sup> Vgl. im Überblick Paul (1994), S. 17-25 (m.w.N.); aktuell auch Trafkowski (2009), S. 64f.

- Größenvorteile entstehen insbesondere aus Fixkostendegressions-, Lernkurven- und Machtvorteilen<sup>131</sup>. Wie Banken auch, äußern sich diese in KVV in einer effizienteren Nutzung von für die Risikomesung und -steuerung nötigen Ressourcen (z. B. Analysesoftware, Kreditnehmerdatenbanken), Bearbeitungsroutinen (z. B. standardisierte Ratingprozesse) und Verhandlungspositionen (z. B. Durchsetzbarkeit von Informationsanforderungen).
- Verbundvorteile entstehen aus verbundener Erstellung ähnlicher Leistungsbündel. Diese sind bei einer Universalbank<sup>132</sup> naturgemäß ausgeprägter als bei einem Kompositversicherer und insbesondere einem Spezialversicherer wie einem KVV. Gegenüber einem industriellen Lieferantenkreditgeber profitiert aber auch das KVV dadurch, dass es gewonnene Expertise in verschiedenen Geschäftsfeldern (wie Warenkreditversicherung, Exportkreditversicherung, Informationsbereitstellung für originäre Lieferantenkreditgeber, Research / Publikationen) nutzen kann.
- Diversifikationsvorteile ergeben sich durch sinnvolle Kombination einer Mehrzahl zu einem Portfolio, im konkreten Fall also durch das simultane Eingehen einer Vielzahl von Kreditrisiken, die möglichst wenig positiv miteinander korreliert sind<sup>133</sup>. Gegenüber dem Lieferantenkreditgeber liegen hier signifikante Vorteile: Bei ihm sind schon *innerhalb einer* Kundenbeziehung Absatzrisiko und Kreditrisiko aus Absatzfinanzierung naturgemäß hoch korreliert (ein schlagend werdendes Kreditrisiko bedeutet auch um diesen Abnehmer reduzierte zukünftige Absatzmöglichkeiten). Zudem ergibt sich die Diversifikationsmöglichkeit *über alle* Kundenbeziehungen aus seinem (potentiellen) Abnehmerkreis. Am wenigsten diversifizieren kann von daher das Einproduktunternehmen, dessen Produkt überdies nur einen Einsatzbereich hat. Ein KVV kann hingegen zielgerichtet Kreditrisiken über Regionen, Branchen, Unternehmensgrößen

---

<sup>131</sup> Vgl. am Beispiel der Versicherungswirtschaft stellvertretend Hammond/Melander/Shilling (1971), später auch bei Skogh (1989); ebenso übergreifend wie einprägsam zu Lernkurveneffekten auch bereits Schneider (1965); Lange (1984); sowie im Überblick Schneider (1997), S. 338f.

<sup>132</sup> Vgl. diesbezüglich zu economies of scope (und scale) Neuberger (1998), S. 148-157.

<sup>133</sup> Vgl. einführend Kreditportfolio-Diversifikation Felsenheimer/Gisdakis/Zaiser (2006), S. 391-393.

usw. mischen und so ein diversifiziertes Portfolio aus Lieferantenkredit(risik)en aufbauen<sup>134</sup>.

Insgesamt lässt sich somit die Übernahme von Kreditrisiken durch Lieferantenkreditgeber, Kreditinstitute und Kreditversicherungsunternehmen gleichermaßen unternehmerisch begründen. Um die ausschlaggebenden Arbitragepotentiale tatsächlich realisieren zu können, ist indes eine korrekte Messung und Steuerung der übernommenen bzw. transferierten Kreditrisiken notwendige Voraussetzung. Die nachfolgenden Ausführungen beschäftigen sich damit, wobei sie weiterhin auf die Perspektive des Lieferantenkreditgebers konzentriert sind.

### 2.2.3.2 Messung von Kreditrisiken

Jede Person oder Institution, die Zahlungsaufschübe gewährt, wird damit zum Kreditgeber, ist fortan dem Kreditrisiko ausgesetzt, muss sich also den Fragen seiner Messung und Steuerung stellen. Das bedeutet eine *Identifizierung* von Kreditrisiken als dem Grunde nach relevanter Risikoart für jedes Unternehmen, das Lieferantenkredite gewährt. Tatsächlich haben sie sich im Zuge der Marktprozesse zu einer so gängigen Praxis entwickelt, dass ihre grundsätzliche Relevanz für jedes Unternehmen angenommen werden kann<sup>135</sup>. Hieran schließt sich die Frage ihrer exakten quantitativen *Messung* an.

Die Definition der Ausprägungen des Kreditrisikos lässt bereits den entscheidenden Einfluss der Wahrscheinlichkeit einer ordnungsgemäßen Kapitaldienstleistung durch den Schuldner (bzw. umgekehrt ihrer Gegen- im Sinne einer Ausfallwahrscheinlichkeit/Probability of Default PD) für die Höhe von Kreditrisiken im Allgemeinen und Ausfallrisiken im Besonderen erkennen. Zum anderen ist die Höhe des (ausstehenden) Kreditbetrages (Exposure at Default EAD) zu berücksichtigen. Im Sinne eines Schadenerwartungswertes ergäbe sich die Verlust erwartung (Expected Loss EL) zu einem bestimmten Zeitpunkt demnach zunächst mit der  $EL = PD \times EAD$ . Dieser verkürzte Ansatz geht implizit davon aus, dass das gesamte ausstehende Volumen verlustgefährdet ist, also keinerlei risiko-

---

<sup>134</sup> Tatsächlich gelten diese economies of diversification als grundsätzlich unabdingbar für die Tätigkeit von Versicherungsintermediären generell, vgl. grundlegend Arrow (1965).

<sup>135</sup> Vgl. etwa Wittchen (1995), S. 1f.

mindernde Effekte oder Maßnahmen greifen. Der Verlust im Falle des Risikoeintritts (Loss Given Default LGD) wäre also mit  $LGD = 100\% = 1$  maximal<sup>136</sup>. Von diesem Extremfall ist indes regelmäßig nicht auszugehen: Zum einen gewähren schon generelle Institutionen wie die des Insolvenzrechts eine gewisse, von Null verschiedene Aussicht auf die spätere Befriedigung von Teilansprüchen, zum anderen wäre es gerade Aufgabe des Kreditrisikomanagements, spezielle Institutionen zu schaffen bzw. Maßnahmen zu ergreifen, die den LGD reduzieren helfen. In der Gesamtsicht ist die Verlusterwartung für das Ausfallrisiko daher vollständig<sup>137</sup> zu messen als

$$EL = PD \times EAD \times LGD.$$

Hierbei ergibt sich der LGD als quotaler Gegenpart zur Quote der voraussichtlichen Anspruchsbefriedigung (Recovery Rate RR):

$$0 \leq LGD = (1 - RR) \leq 1.$$

Hiermit ist das Kreditrisiko indes noch nicht eindeutig quantifiziert. Zunächst ist zu berücksichtigen, dass für die einfache multiplikative Verknüpfung der drei Variablen entweder die Determiniertheit von zweien (tatsächlich zumeist für EAD und LGD unterstellt) oder aber die Unabhängigkeit der dahinter stehenden Zufallsgrößen angenommen werden muss<sup>138</sup>. Zudem formuliert der EL seinem Namen entsprechend den Verlust, mit dem für einen einzelnen Kredit oder ein ganzes Kreditportfolio im Durchschnitt zu rechnen ist. Die tatsächlichen Verluste werden diesen Erwartungswert indes regelmäßig unter- oder überschreiten, worin sich ein gemessen am EL *unerwarteter Verlust* (unexpected loss UL) manifestiert. Insoweit sich der EL kalkulieren lässt, ist er nicht mehr unsicher, entspricht er im Grunde nicht mehr der Risikodefinition, dieser genügt nur der UL. Gegenüber dem EL ist die Messung des UL indes naturgemäß erschwert. Moderne Ansätze des Kreditrisikomanagements setzen hierfür an statistischen Verteilungen für Kreditverluste bzw. -marktwerte an. Ist eine solche tatsächlich en detail bekannt, kann ein Credit-Value-at-Risk berechnet und

---

<sup>136</sup> Mehr als das nominal bestimmte, riskierte Kapital kann im Fall einer wirklichen Kreditvergabe nicht verloren werden. Dies unterscheidet Kredit- gerade von Beteiligungs- und auch Mezzaninfinanzierungen, bei denen Nachforderungen über den ursprünglichen Kapitaleinsatz hinaus möglich sind, vgl. einführend Süchting (1995), S. 27-29.

<sup>137</sup> Vgl. allerdings kritisch zu diesem Ansatz insbes. hinsichtlich der Vernachlässigung von unexpected losses Lai/Soumaré (2010).

<sup>138</sup> Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 499.

aus dessen Abstand zum EL der UL berechnet werden. Ist die Verteilung indes nicht bekannt oder plausibel approximierbar<sup>139</sup>, lässt sich vereinfachend die Standardabweichung der Verluste als Maß für das Kreditrisiko verwenden: „Als Risikomaß für ausfallgefährdete Forderungen wird daher der sogenannte unerwartete Verlust herangezogen. Dieser stellt ein Maß für die Schwankungen der eintretenden Verluste um ihren erwarteten Wert dar“<sup>140</sup>. Allgemein ergibt sich ein so abgegrenzter UL aus den gegebenen Variablen sowie der von EAD und LGD bestimmten Verlusthöhe (Severity S) mit

$$UL = EAD \cdot \sqrt{\text{Var}(S) \cdot PD + LGD^2 \cdot PD \cdot (1 - PD)},$$

oder vereinfacht unter der Annahme determinierter EAD- und LGD-Werte (womit  $\text{Var}(S) = 0$ ) mit

$$UL = EAD \cdot LGD \cdot \sqrt{PD \cdot (1 - PD)} \quad ^{141}.$$

Eine vollständige Risikomessung umfasst über die Kreditrisiken von Einzelengagements hinaus auch die Bewertung ihrer Gesamtheit, also des *Kreditportfolios*. Mit dieser Bezeichnung wird bereits angezeigt, dass sich das Gesamtkreditrisiko von der Summe der Einzelkreditrisiken regelmäßig unterscheidet. Ansetzend an der vorgenannten Unterscheidung in EL und UL gelten die folgenden grundsätzlichen Zusammenhänge für ein Portfolio aus  $i$  Einzelkrediten<sup>142</sup>:

$$EL_{\text{Portfolio}} = \sum EL_i$$

$$UL_{\text{Portfolio}} \leq \sum UL_i$$

Ob und inwieweit das unerwartete und damit auch das Gesamtrisiko des Portfolios die Summe der Einzelrisiken unterschreitet, hängt von der Portfoliozusammensetzung ab. Hierunter zu fassen sind zum einen die Anzahl der enthaltenen Einzelengagements (Kleinteiligkeit/Granularität des Portfolios) und zum anderen die zwischen ihnen bestehenden Korrelationen.

---

<sup>139</sup> Da Kreditverluste typischerweise nicht symmetrisch, sondern linkssteil verteilt sind (zahlreiche Szenarien kleiner Kreditverluste, seltene, aber sehr gravierende Totalverluste), fallen dennoch normalverteilungsgestützt berechnete Credit-VaRs systematisch zu gering aus, vgl. etwa Schierenbeck/Lister/Kirmße (2008), S. 178f.

<sup>140</sup> Rudolph (2006), S. 417.

<sup>141</sup> Vgl. einführend etwa Saunders/Allen (2002), S. 98f.; aktuell auch Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 501f.

<sup>142</sup> Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 172.

In engagements- wie portfoliobezogener Betrachtung sind sowohl EL als auch UL von PD und LGD maßgeblich mitbestimmt. Deren Quantifizierung ist daher Kernfrage der Kreditrisikomessung, ihre Beeinflussung Kern der Kreditrisikosteuerung. Die Messung von Kreditrisiken hat schon in den letzten Jahren zu den von Theorie und Praxis intensiv bearbeiteten Gebieten gehört, seit 1999 befördert durch die Integration von (bank- und versicherungs-)internen Messverfahren in staatliche Aufsichtskonzepte. Die Finanzmarktkrise seit 2007 hat sowohl diesen Entwicklungsdruck einerseits noch verstärkt, andererseits hat sie die Entwicklungsrichtung verändert, da die Krise nicht zuletzt auf Unvollkommenheiten der zu quantitativ-modellastig ausgerichteten (Kredit) Risikomessung zurückgeführt worden ist, weswegen auch „Verbesserungen der Risikomesssysteme“ seither einen Schwerpunkt krisengetriebener Reregulierung bilden<sup>143</sup>. Überdies hat die Finanzmarktkrise die Bedeutung von Portfolio- neben Einzelanalysen abermals verdeutlicht, wenn auch mit einem anderen Akzent als gewöhnlich: Deutlich wurde weniger der risikosenkende Effekt einer gelungenen Portfoliodiversifikation als die Tatsache, dass Korrelationskoeffizienten nicht zeitkonstant, sondern veränderlich sind – und dass Krisenszenarien dazu führen, dass Korrelationen ansteigen, welche traditionell („normalerweise“) niedrig sind und mithin darauf ruhende Diversifikationen reduzieren. In der Folge stehen Wissenschaft und Praxis mehr denn je vor der Herausforderung, die Messung von Risiken bzw. Risikominderungen durch Diversifikation um entsprechende Stress-Szenarien zu erweitern. Der in der Folge entsprechend intensiv diskutierten Frage nach verbesserten Konzepten der Risikomessung<sup>144</sup> wird in dieser Arbeit nicht nachgegangen, vielmehr wird unterstellt, dass es einem unternehmerischen Entscheidungsträger gelungen sei, das Kreditrisiko so exakt zu messen, dass ausgehend vom Messergebnis die Risikosteuerung erfolgen kann.

---

<sup>143</sup> Vgl. unter dieser Überschrift Rudolph (2010), S. 2413-2416; dazu einprägsam die o.g. Kritik bei Meyer zu Selhausen (2009), passim.

<sup>144</sup> Vgl. stellvertretend für die aktuelle Diskussion über Szenariotechniken im Allgemeinen und Stress-Szenarien im Besonderen einführend Hull (2010), S. 421-436; Klingeler/Koll (2010); Sigrist (2011).

## 2.2.3.3 Steuerung von Kreditrisiken

### 2.2.3.3.1 Steuerungsmöglichkeiten im Überblick

Die in Kapitel 2.1.3.2 noch allgemein gehaltene Einteilung der Steuerungsinstrumente lässt sich im Kontext des Kreditrisikos wie folgt ausführen:

1. Risikovermeidung → bestimmte Geschäfte werden nicht durchgeführt, wenn das mit ihnen verbundene Kreditrisiko zu groß erscheint. Um das für die Unterscheidung von akzeptablen und inakzeptablen Kreditgeschäften entscheidende Kreditrisiko zu ermitteln, sind zum einen detaillierte Kreditwürdigkeitsprüfungen möglich<sup>145</sup>. Stellvertretend dafür oder in Kombination damit kommen zum anderen mehr oder weniger grobe und indirekte Bonitätsindikatoren – wie z. B. fremderstellte Credit Ratings<sup>146</sup> – zum Einsatz. Beide münden in die Festlegung von *Kreditlimiten* (basierend auf Bonitätsbeurteilungen oder aber Proxies wie Engagementgrößen insgesamt/je Kreditnehmer, Laufzeiten, Kreditarten, Kreditnehmergrößen, -domizilen, -branchen, u. U. weiter gestaffelt nach kreditgewährenden Mitarbeitern im Gläubigerunternehmen), deren Erreichen eine Kreditgewährung verbietet. Im Extremfall kann dieses ein Null-Limit sein, mittels dem eine Kreditgewährung an bestimmte Kreditnehmer vollkommen ausgeschlossen werden soll<sup>147</sup>.
2. Risikoverminderung → ursachenorientierte Verringerung der Eintrittswahrscheinlichkeiten und/oder wirkungsorientierte Begrenzung des Schadensausmaßes. → Üblich sind auf die PD gerichtete *Schutzbestimmungen* in Kreditverträgen<sup>148</sup> (Covenants), die dem Schuldner (z. B. Bilanzstruktur-)Auflagen im Interesse der Gläubiger machen, die er über die Kreditlaufzeit einzuhalten hat. Verletzt der Kreditnehmer diese Obliegenheiten (breach of covenants), ste-

---

<sup>145</sup> Vgl. stellvertretend Berger (1987), S. 256-260; Süchting/Paul (1998), S. 522f.

<sup>146</sup> Vgl. grundlegend dazu Harold (1938), hier einführend S. 5-12; darauf basiert m.w.N. auch Horsch (2008), S. 17-20.

<sup>147</sup> Solche Risikolimits können unternehmensinternen Entscheidungen ebenso entspringen wie unternehmensexternen Marktregeln, vgl. dazu am Beispiel der Versicherungsaufsicht einführend Schölisch (2006), S. 18f.

<sup>148</sup> Vgl. ausführlich zu Covenants Thießen (1996); einführend auch Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 190-193.

hen dem Kreditgeber regelmäßig Rechte zur Modifikation des Ursprungskontraktes zu, die von Preisanpassungs- (höhere Risiko- prämie im Zins) bis zu Abbruchoptionen (vorzeitiges Kündigungs- recht) reichen können. Auf den EAD gerichtet sind Verminderun- gen durch Allokation (wie z. B. *Kreditsyndizierungen* oder -kon- sortien), die bestimmte Teile eines Gesamtkreditvolumens auf eine Mehrzahl von Gläubigern verteilen<sup>149</sup> und insoweit auch als Über- wälzung klassifiziert werden könnten. Schließlich kann auch bei ungeschmälertem EAD der LGD zielgerichtet reduziert werden durch die schuldnerseitige Stellung von *Sicherheiten* im Gegenzug für das Eingehen von Kreditrisiken. Sicherheiten gewähren Gläubi- gern eine ausgleichende Ersatzleistung bzw. alternative Cashflow- Quelle für den Fall der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners<sup>150</sup>.

3. Risikoüberwälzung/-transfer → Übertragung des Risikos auf Dritte im Verbund mit dem zugrundeliegenden Kreditgeschäft oder aber separiert davon, nicht zuletzt mit Hilfe von Kreditversicherungen, die gemeinsam mit alternativen Überwälzungsoportunitäten Ge- genstand der folgenden Hauptkapitel sind.
4. Risikodiversifikation → gezielte Kombination von nicht perfekt positiv korrelierten Einzelrisiken mit dem Ziel einer Senkung des Risikos der Gesamtposition<sup>151</sup> → Hier also Bildung von entspre- chend diversifizierten *Kreditportfolien* durch Streuung von Kredit- vergaben über Originalschuldner aus entsprechend unterschiedli- chen Branchen, Regionen oder Größenklassen, wofür seit den 1990er Jahren verschiedene Kreditportfoliomodelle – wie *Credit- Metrics*, *CreditRisk+* sowie *CreditPortfolioView* – entwickelt wor- den sind<sup>152</sup>,
5. Risikoübernahme – bewusstes Eingehen bestimmter Risikopotentia- le vor dem Hintergrund einer entsprechenden Risikotragfähigkeit. Diese kann zum einen aus der Risikovorsorge früherer Perioden

---

<sup>149</sup> Vgl. ausführlich dazu Rhodes (2009); einführend auch Gadanez (2004).

<sup>150</sup> Grundlegend zum ökonomischen Verständnis von Kreditsicherheiten vgl. bes. die Arbeiten von BERND RUDOLPH, hier bes. Rudolph (1982); Rudolph (1984); sowie aktuell dazu Franke/Krahen (2009), S. 6f. Vgl. frühzeitig auch Drukarczyk (1983).

<sup>151</sup> Vgl. im Versicherungskontext aktuell Trafkowski (2009), S. 67-69.

<sup>152</sup> Vgl. für einen einführenden Überblick etwa Dunemann (2001); aktueller Felsenheimer/Gisdakis/ Zaiser (2006).

(z. B. Bildung von Pauschal- oder Einzelwertberichtigungen für offene Forderungen), zum anderen aus der laufenden Geschäftstätigkeit (z. B. Kalkulation und Durchsetzen von Risikoprämien für das Kreditrisiko) resultieren.

Instrumente der vorgenannten Kategorien repräsentieren dabei keine einander ausschließende Alternativen, sondern lassen sich miteinander kombinieren. So ist beispielsweise denkbar, ein bereits diversifiziertes (4.) Kreditportfolio zusätzlich mit einem auf das Gesamtportfolio bezogenen Makroderivat zu kombinieren oder gar zu verkaufen, um Restrisiken auf den Kontraktpartner zu überwälzen (3.), welcher aus Anreizgründen jedoch verlangt, dass ein Teil davon ökonomisch beim transferierenden Unternehmen verbleibt und von ihm getragen wird (5.).

Darüber hinaus lassen sich bestimmte Handlungsalternativen mehreren der vorgenannten Kategorien zuordnen: So stellt die Bürgschaft eines Dritten eine Kreditsicherheit dar und wäre insofern der Risikominderung zuzurechnen. Mit Abgabe seiner Bürgschaftserklärung setzt sich indes der Bürge dem Kreditrisiko des Ursprungsschuldners aus, womit es als vom Kreditgeber auf ihn überwält angesehen werden kann. Auch erfolgt eine Risikodiversifikation nicht als Selbstzweck, sondern letztlich mit dem Ziel, über die Steuerung der Gesamtposition eine Risikoverminderung zu erreichen. Entsprechend ließe sich auch eine Kreditversicherung im Ergebnis als Risikominderung beim Kreditgeber interpretieren. Unter Betonung des dorthin führenden Prozesses wird sie jedoch bevorzugt als Kreditrisikotransfer – vom Ursprungsgläubiger auf den Risikokäufer – interpretiert.

#### 2.2.3.3.2 Steuerung durch Kreditrisikotransfer

Auch für das Kreditrisiko gehört der Risikotransfer neben Risikovermeidung, -verminderung, -diversifikation und -tragung zu den grundlegenden Steuerungsansätzen. Es handelt sich in diesem Fall um die Überwälzung von Kreditrisiken vom originären auf einen übernehmenden Risikoträger, was im hier untersuchten Kontext a) einvernehmlich und b) entgeltlich geschieht<sup>153</sup>. Prototyp des Risikotransfers sind Versicherungsverträge, Pro-

---

<sup>153</sup> Vgl. entsprechend Zellner (2001), S. 40-54, hier bes. S. 53f.; sowie aktuell aus (versicherungs-) rechtlicher Sicht Trafkowski (2009), S. 71-88.

totyp des Kreditrisikotransfers folgerichtig Kreditversicherungsverträge<sup>154</sup>, mit denen ein Ursprungsgläubiger sein Kreditrisiko aus vergebenen Lieferantenkrediten gegen Zahlung der Kreditversicherungsprämie auf ein Kreditversicherungsunternehmen überträgt. Neben den Kreditversicherungen als explizit so benannten existieren weitere Kontraktformen, die hauptsächlich auf den Kreditrisikotransfer gerichtet sind oder diesen als Nebenleistung enthalten<sup>155</sup>. Die Gesamtheit dieser Kontrakte lässt sich insbesondere danach strukturieren, ob

- a) bezogen auf Einzelforderungen oder Forderungsbündel/-pools
- b) ein Transfer allein des inhärenten Kreditrisikos oder der gesamten Forderungsposition
- c) mit Hilfe unverbriefter oder verbriefter Vertragsformen erfolgt.

Ad a): In einer ersten Zweiteilung lässt sich danach differenzieren, ob der Kreditrisikotransfer für eine einzelne (Lieferanten- oder Bank-) Kreditforderung oder aber ein ganzes Bündel solcher Forderungen realisiert werden soll. Singuläre Transfers erfordern singuläre Bewertungen, und setzen auch angesichts der damit einhergehenden Transaktionskosten eine gewisse Mindestgröße dieser Forderung voraus. Hingegen erfordert ein forderungsbündelbezogener Transfer primär eine bündelbezogene Bewertung unter besonderer Berücksichtigung der innerhalb des Bündels vorhandenen (Ausfall-)Korrelationen. Bei ausreichenden Datenhistorien und demnach vorhandener Diversifikation im Pool stellt der bündelweise Übergang nicht nur die einzig effektive, sondern auch eine effiziente Möglichkeit dar, um Kreditrisiken einer großen Anzahl kleiner Forderungen zu transferieren.

Ad b): Die zweite Differenzierung stellt darauf ab, ob die kreditrisikobehaftete Lieferanten- oder Bankkreditposition in den Bilanzaktiva des Ursprungsgläubigers verbleibt oder nicht. Risikotransfer i. e. S. findet statt, wenn die Forderung weiter dem Ansatz nach bilanziert, das Risiko ihres Ausfalls hingegen davon separiert und auf einen anderen Marktteilnehmer transferiert wird<sup>156</sup> – womit eine Veränderung des Ansatzes der Bewertung nach verbunden sein kann. Hierunter fallen insbesondere Kreditversicherung als traditionelle sowie Kreditderivate als moderne Form. Kreditrisi-

---

<sup>154</sup> Vgl. prägnant auch Rudolph (2005), S. 176.

<sup>155</sup> Vgl. im Überblick auch Krahen (2005), S. 501f.

<sup>156</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2004a), S. 27f.

kotransfer i. w. S. heißen demgegenüber Verträge, bei denen das Kreditrisiko nicht separat, sondern im Verbund mit der zugehörigen Forderung selbst übertragen wird. Im Kern handelt es sich hierbei um einen Verkauf oder anderweitigen Transfer einer Forderung, der die Aktivseite der Bilanz des Ursprungsschuldners dem Ansatz nach entsprechend verändert. Hierfür existieren verschiedene Ausgestaltungen unter verschiedenen Bezeichnungen, darunter Forfaitierung/Factoring als Kombination von unternehmerischer Finanzierung und Risikosteuerung sowie die Kreditsyndizierung als Spezialform für großvolumige Bankkredite.

Ad c): Das dritte Kriterium differenziert Steuerungsinstrumente danach, ob über den Risikotransfer ein fungibles, börsenmäßig handelbares Wertpapier ausgestellt worden ist. Beispiele hierfür sind *verbriefte* Risikotransferkontrakte wie Asset Backed Securities (ABS)<sup>157</sup> oder Kreditderivate. Traditionellere unverbrieft Varianten sind demgegenüber die Kreditversicherung oder das Factoring.

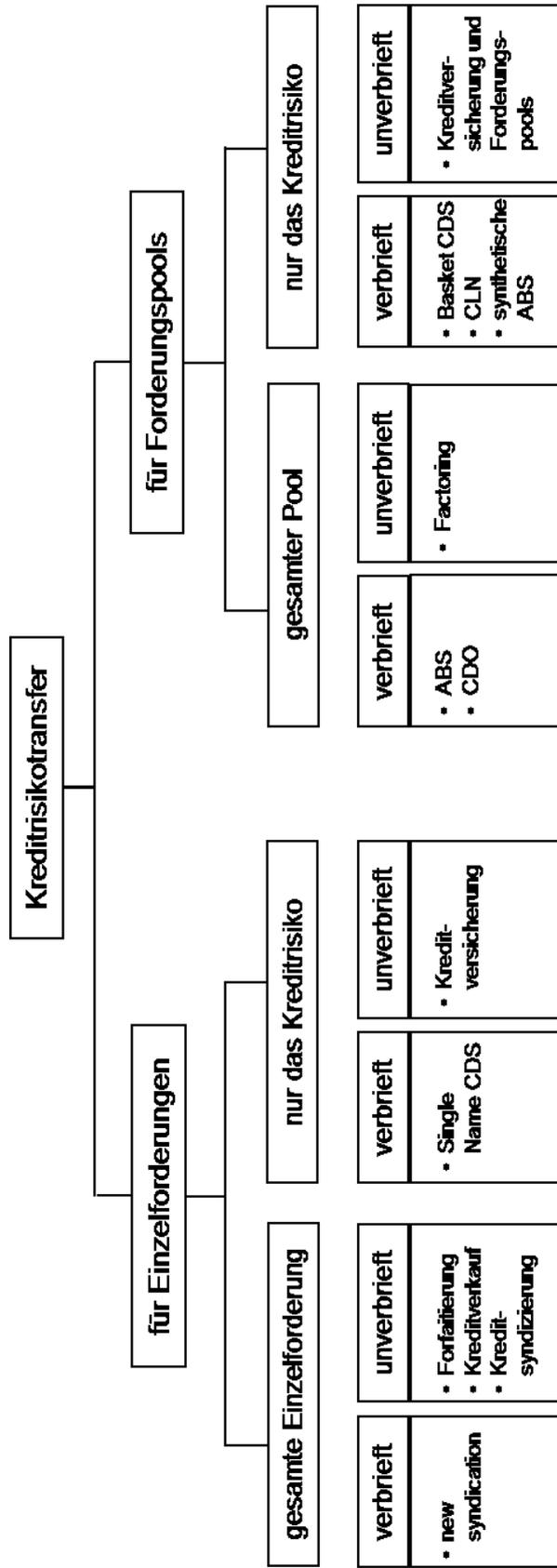
In der Gesamtsicht ergibt sich aus der Kombination der drei erläuterten Kriterien die nachfolgende Übersicht<sup>158</sup>. Hieraus werden im nachfolgenden Teilkapitel zunächst die in dieser Arbeit zentralen Kreditversicherungen näher analysiert. Dem werden die anderen Transferinstrumente als denkbare Handlungsoptionen für Kreditrisikotransfer suchende Kreditgeber in Kapitel 3 als Bestandteil der die Kreditversicherung umgebenden Marktprozesse und -strukturen gegenübergestellt.

Die Abbildung macht insbesondere die Gleich- bzw. Andersartigkeit von Kreditversicherungen und anderen Transfervarianten anhand der drei gewählten Gliederungskriterien deutlich. Ob und inwieweit die Kreditversicherung zu den anderen aufgeführten Instrumenten in Substitutions- und entsprechenden Wettbewerbsbeziehungen steht, ist daher zentrales Thema des Kapitels 3.

---

<sup>157</sup> Vgl. in diesem Kontext zur Begriffsbildung einfürend Paul (1994), S. 3f.

<sup>158</sup> Vgl. für alternative Darstellungen / Systematisierungen etwa Effenberger (2003), S. 5; Rudolph et al. (2007), S. 13f.; Kern (2008), S. 53.



*Abb. 5: Instrumente des Kreditrisikotransfers im Überblick*

### 2.2.3.3.3 Kreditrisikotransfer durch Kreditversicherung im Besonderen

In einer ebenso weiten wie dezidiert zahlungsstromorientierten Abgrenzung lässt sich auch Versicherung im Allgemeinen definieren als Tausch von sicheren (definitive gegenwärtige Prämienzahlung) gegen unsichere (durch Eintritt des Versicherungsfalls bedingte und damit nicht sichere Ausgleichszahlungen) Zahlungsströme, also „the exchange of money now for money payable contingent on the occurrence of certain events“<sup>159</sup>. Versicherungsunternehmen bieten also im Grundsatz die Finanzdienstleistung an, gegen eine Ex-ante-Prämie ein Risiko zu übernehmen, womit ihre Einkommensunsicherheit wächst, während der Versicherungsnehmer entsprechend seine (Einkommens-)Unsicherheiten reduziert.

Kreditversicherungen sind unter die vorgenannte Definition zu subsumieren: Es handelt sich allgemein um Versicherungsverträge, mit denen ein ursprünglicher Kreditgeber zum Versicherungsnehmer wird, indem für eine von ihm vorab sicher zu zahlende Prämie eine Einzahlung durch den Kreditversicherungsgeber für den späteren Fall ertauscht wird, dass der Ursprungsschuldner des Kredits ausfällt bzw. in Verzug gerät: „Credit insurance is a promise from a third party to make good on repayments to the lender if the borrower defaults“<sup>160</sup>. Kreditversicherung umfasst also Versicherungsverträge, mit denen diese Kreditrisiken – nicht jedoch die Ursprungsforderung selbst – vom Ursprungsgläubiger auf den Versicherungsgeber transferiert werden<sup>161</sup>. Fasst man Kredit- und Kreditversicherungsvertrag zusammen, so verrechnet ein Finanzkreditgeber mit der sicheren gegenwärtigen Auszahlung des Kreditbetrags und ein Lieferantenkreditgeber die nicht vereinnahmte Einzahlung mit der Auszahlung in Form der Versicherungsprämie, um damit die Unsicherheit der künftigen Einzahlungen insgesamt zu reduzieren. Eine Kreditversicherung erhöht damit zwar nicht unmittelbar die Wahrscheinlichkeit eines ordnungsgemäßen

---

<sup>159</sup> Arrow (1970), S. 134; vgl. mit Bezug auf eine frühere Fassung dazu auch Zweifel/Eisen (2003), S. 3. Die Literatur liefert darüber hinaus verschiedene Konzeptionen zur Beantwortung der Frage, was (Kern der) Versicherung ist. Zu den verschiedenen Konzeptionen vgl. aus dem deutschen Schrifttum hier einführend den Überblick bei Farny (2011), S. 3-15. Als Gegenentwurf gilt nicht nur ihm der informationsökonomische Ansatz nach WOLFGANG MÜLLER, vgl. dazu aktuell ebda., S. 9 i.V.m. den ursprünglichen Ausführungen bei Müller, W. (1994); Müller, W. (1995); im Überblick auch Zweifel/Eisen (2003), S. 185-187.

<sup>160</sup> Lai/Soumaré (2010), S. 21.

<sup>161</sup> Vgl. aktuell etwa Miehle (2003), S. 6; Ciupke (2008), S. 10; ferner Wittchen (1995), bes. S. 3, 11, mit Bezügen auf die entsprechenden AVB der Versicherungswirtschaft; sowie unspezifischer auch Beuter (1988), S. 409. Vgl. zudem Krauß (1970), S. 47f.

Kapitaldienstes durch den konkreten Ursprungsschuldner, senkt aber die Wahrscheinlichkeit von Nichteinzahlungen, indem sie einen ersatzweisen Einzahlungsstrom für den Fall von bonitätsbedingten Leistungsstörungen erwarten lässt: Unterschreiten die tatsächlichen Zahlungen des Ursprungsschuldners des Finanz- bzw. Lieferantenkredits die vereinbarten, erbringt der Kreditversicherungsgeber die entsprechenden Ausgleichszahlungen.

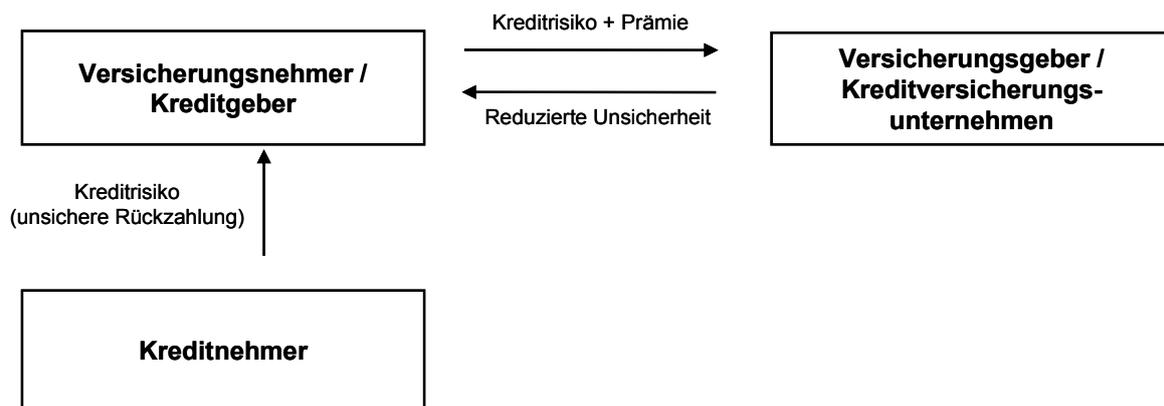


Abb. 6: Risikotransfer durch Kreditversicherung

Im Sinne dieser einleitenden Abgrenzungen handelt es sich bei Kreditversicherungsverträgen demnach um wirkungsbezogene Steuerungsmaßnahmen: Sie reduzieren die (zahlungsstrombezogenen) Folgen eines Schuldnerausfalls vor dem Hintergrund eines bereits geschlossenen Kreditvertrages. Eine unmittelbar ursachenbezogene Wirkung im Sinne einer reduzierten Schadenwahrscheinlichkeit haben Kreditversicherungsverträge hingegen nicht: Die Kreditwürdigkeit des Kreditschuldners als solche wird durch die Kreditversicherung nicht tangiert. Es besteht indes eine ursachenbezogene Wirkung dann, wenn auf den Zeitpunkt *vor* dem Abschluss des (Kredit-)Vertrages abgestellt wird: Steht die Kreditgewährung noch zur Entscheidung an, könnte sie davon abhängig gemacht werden, wie der schon zu diesem Zeitpunkt kontaktierte Anbieter von Kreditversicherungen die Kreditwürdigkeit des potentiellen Schuldners einschätzt<sup>162</sup>. Sind seine Bonitätseinschätzungen richtig und richtet sich der Kreditgeber hiernach, sinkt die Wahrscheinlichkeit für spätere Kreditnehmerinsolvenzen, die Hinzunahme des Kreditversicherers wirkt dann auch ursachenbezogen („Schadenverhütung“)<sup>163</sup>.

<sup>162</sup> Vgl. einführend Beuter (1988), S. 410.

<sup>163</sup> Vgl. etwa Wittchen (1995), S. 6f.

Kreditversicherungsunternehmen decken vor allem das mit Forderungen verbundene Ausfallrisiko ab, wodurch der Tausch der Cashflows einen anderen Charakter erhält. Ohne Kreditversicherung impliziert ein Kreditvertrag einen unsicheren (Kapitaldienst-) Zahlungsstrom für die Kapitalgeber. Mit Kreditversicherung sinkt dessen Unsicherheit insoweit, als die Versicherungsleistung den Kapitaldienstausfall tatsächlich egalisiert. Für einen versicherten Kreditgeber beträgt der korrigierte Zahlungsstrom

- $CF_{\text{mitKV}} = \text{Kapitaldienst} - \text{Versicherungsprämie}$ , wenn der Kreditnehmer nicht ausfällt, und
- $CF_{\text{mitKV}} = \text{Versicherungsleistung} - \text{Versicherungsprämie}$ , wenn es zum Ausfall kommt.

Übernommen wird also (nur) der Teil des Kreditrisikos, der auf einem finalen Bonitätsverlust bzw. dem Adressenausfall beruht. Der versicherte Kreditgeber erhält vom Kreditversicherungsunternehmen also dann eine Ausgleichszahlung, wenn die Zahlung des Schuldners nicht oder verspätet geleistet wird. Das ebenfalls dem Kreditrisiko zuzurechnende Bonitäts(änderungs)risiko – das sich insbesondere in Abschreibungen (infolge sinkender Marktwerte) auf Forderungen gegen abgewertete Schuldner manifestiert – ist hingegen nicht Gegenstand eines typischen Kreditversicherungsvertrages.

Ausgehend von der obenstehenden Korrektur der erwarteten Zahlungsströme ist allerdings festzuhalten, dass das Versicherungsverprechen einer Ausgleichszahlung bzw. die entsprechend reduzierte Einkommens-/Vermögenserhalt des Versicherungsnehmers diesem *keine Sicherheit* verschafft: In einer Welt fundamentaler Unsicherheit lässt sich diese stets nur unvollständig reduzieren. „Sicher“ wäre ein Kreditversicherter nur, wenn eine Nichtleistung des Kreditversicherungsunternehmens vollkommen ausgeschlossen wäre. Dies ist sie jedoch niemals, denn die Zahlungsunwilligkeit oder -fähigkeit eines Kreditversicherungsunternehmens sind zwar äußerst selten, aber eben nicht vollständig unmöglich. Folgerichtig ergibt sich der Möglichkeitsbereich der  $CF_{\text{mitKV}}$  aus Kreditnehmersicht in der Gesamtschau entsprechend der folgenden 2x2-Matrix, die die denkbaren Fälle von (Nicht-)Zahlungen durch Ursprungsschuldner und Kreditversicherer kombiniert. P steht hierbei für die Wahrscheinlichkeit eines Ereignisses, CF für die Netto-Zahlung, die der Kreditversicherte von  $t_0$  (Abschluss des Sicherungsvertrages) und  $t_T$  (vereinbarter Tilgungszeitpunkt)

erhält bzw. verliert, Abschr für die erfolgswirksame Abschreibung auf den Ursprungskreditbetrag.

		Ursprungsschuldner	
		solvent (1-PD <sub>u</sub> )	insolvent (PD <sub>u</sub> )
K V U	solvent (1-PD <sub>KVU</sub> )	<b>P: (1 - PD<sub>KVU</sub>) * [(1 - PD<sub>u</sub>)]</b>	<b>P: (1 - PD<sub>KVU</sub>) * PD<sub>u</sub></b>
		<b>CF: -Prem<sub>KVU</sub><sup>t<sub>0</sub></sup> + UF<sub>ZZ</sub><sup>t<sub>T</sub></sup></b>	<b>CF: -Prem<sub>KVU</sub><sup>t<sub>0</sub></sup> + VL<sup>t<sub>n</sub></sup></b>
		<b>Abschr: 0</b>	<b>Abschr: (UF<sup>t<sub>n</sub></sup> - VL<sup>t<sub>n</sub></sup>)</b>
	insolvent (PD <sub>KVU</sub> )	<b>P: PD<sub>KVU</sub> * [(1 - PD<sub>u</sub>)]</b>	<b>P: PD<sub>KVU</sub> * PD<sub>u</sub></b>
		<b>CF: -Prem<sub>KVU</sub><sup>t<sub>0</sub></sup> - Prem<sub>KVU2</sub><sup>t<sub>n</sub></sup> + UF<sub>ZZ</sub><sup>t<sub>T</sub></sup></b>	<b>CF: -Prem<sub>KVU</sub><sup>t<sub>0</sub></sup></b>
		<b>Abschr: 0</b>	<b>Abschr: UF<sup>t<sub>T</sub></sup></b>

Abb. 7: Insolvenzscenarien und Auswirkungen auf den Kreditversicherungsnehmer

Ausgehend von den grundsätzlichen Funktionen und vor allem der Struktur der Zahlungsströme ist die Anwendbarkeit von Kreditversicherungen nicht auf einen bestimmten Kredittypus beschränkt. Wie in Kapitel 3 gezeigt wird, unterscheiden sich die theoretischen Möglichkeiten der Kreditversicherung jedoch signifikant von den realen Marktprozessen und -strukturen, die durch Institutionen (wie den Ausschluss von Kreditversicherungen für reine Finanzkredite) geprägt sein können.

### 3. Prozesse und Strukturen der Märkte für Kreditversicherung

#### 3.1 Institutionelle Entwicklung der Kreditversicherung

##### 3.1.1 Geschichtlicher Überblick

Gegenstand der ökonomischen Analyse dieser Arbeit sind die heutigen Prozesse und Strukturen der Märkte für Kreditversicherung. In einer prozessorientierten Sicht sind diese allerdings stets nur eine Momentaufnahme im Rahmen eines kontinuierlichen Prozesses des institutionellen Wandels. Da dieser weniger durch erratische Sprünge denn durch Pfadabhängigkeit (path dependence) gekennzeichnet ist<sup>164</sup>, umfasst eine Analyse heutiger Gegebenheiten auch die ihrer Vorgeschichte. „History matters“, da Regel- und Handlungssysteme infolge von Erfahrungen aus der Geschichte umgestaltet werden, um Probleme, die insbesondere infolge der unvermeidlichen Unsicherheit auftreten, zu reduzieren oder anderweitig zu verändern<sup>165</sup>.

(Die auch für Kreditbeziehungen charakteristischen) Phänomene wie moral hazard oder adverse selection entstehen, weil es fundamentale Informationsasymmetrien und damit Unsicherheiten über die Eigenschaften, Intentionen und Verhaltensweisen des Vertragspartners gibt. Deshalb kann es ökonomisch sinnvoll sein, Transaktionskosten für die Beschaffung und Auswertung zusätzlicher Informationen sowie die Messung und Steuerung noch festzustellender Risiken auf sich zu nehmen. Im Fall von Kreditbeziehungen gilt das in erster Linie für Kreditrisiken. Vertragspartnern in frühen Zeiten des Tauschhandels blieb dies erspart, da sie den Tauschvertrag Zug um Zug erfüllten. Erst mit der Entwicklung des Warenhandels und differenzierten Formen des Tausches und der Finanzierung entwickelte sich eine entsprechend spezialisierte, dann auch intermediärsgestützte Versicherungslösung. Während der mutmaßlich früheste Versicherungsvertrag auf das 14. Jahrhundert datiert wird<sup>166</sup>, ergab sich der entscheidende Impuls für die Gründung und Erhaltung von Kreditversicherungsunternehmen erst deutlich später, nämlich mit der Institutionalisierung und Ausweitung des

---

<sup>164</sup> Zum Konzept der Pfadabhängigkeit vgl. grundlegend North (1990), S. 92-104.

<sup>165</sup> Vgl. North (1990), passim, hier bes. S. vii, 100: „Path dependence means that history matters“.

<sup>166</sup> Vgl. Nelli (1972). Vgl. aber zur Frühgeschichte der Versicherung(sidee) auch hiervor Büchner (1957), bes. S. 1-4.

Handels und der daraus resultierenden (Lieferanten-)Kreditbeziehungen im 19. Jahrhundert<sup>167</sup>.

Im Zuge der Industrialisierung wuchsen durch die Vielzahl neu entstehender Opportunitäten (Materialien, Tauschpartner, Vertragsformen usw.) sowie infolge der wachsenden Volumina Chancen wie Risiken für Produktions-, Handels- und Intermediärsunternehmen Zug um Zug<sup>168</sup>. Mit der fortschreitenden Entwicklung der Banken und Bankensysteme und der einhergehenden Ausweitung der Kreditvergabe entstanden neuartige Chancen, aber auch Risiken für den weltweiten Handel. Mit zunehmender Ausweitung dieses Handels stieg die Bedeutung von Lieferantenkrediten zum einen quantitativ: Für eine wachsende Zahl von Marktteilnehmern entstand neuartiges finanzielles Vermögen in Form von Forderungen. Zum anderen stieg der qualitative Anspruch an das unternehmerische Kreditrisikomanagement mit der Komplexität der Vertragsbeziehungen. Aus den wachsenden Beständen schwer zu bewertender Forderungen entstand schnell ein unternehmerisches Bedürfnis nach Absicherung, das nicht zuletzt die Herausbildung von Institutionen der Kreditversicherung begünstigte, denn „[d]urch die Kreditversicherung soll das Walten des Zufalls im Wirtschaftsleben ausgeschaltet werden“<sup>169</sup>, um eine Intensivierung des weltweiten Handels und daraus erhoffte Wohlstandssteigerungen zu ermöglichen<sup>170</sup>.

Zwar findet sich die Idee des Kreditrisikotransfers per Kreditversicherung im Grundsatz bereits zu Zeiten des sogenannten „Südseeschwindels“ (1710-1720) sowie insbesondere in den Plänen von *Johann Georg Büsch* (1769), doch kam es erst Mitte des 19. Jahrhunderts zu Institutionalisierungsversuchen, die nach einer „history of trial and error“ letztlich in eine dauerhafte Versicherungssparte mündeten<sup>171</sup>.

---

<sup>167</sup> Vgl. Halem (1964), bes. S. 16. Zur gleichen Zeit gilt das Bankwesen und damit auch der *Bankkredit* etwa im deutschsprachigen Raum als kaum entwickelt, vgl. Krüger (1917), S. 625f.

<sup>168</sup> Vgl. exemplarisch zu Verbindungslinien zwischen dem Bau transkontinentaler Eisenbahnstrecken sowie innovativen Institutionen auf Finanzmärkten in Nordamerika Horsch (2008), S. 182-193.

<sup>169</sup> Schnedelbach (1929), S. 1; vgl. auch Molt (1913), bes. S. 4.

<sup>170</sup> Vgl. ausführlich Halem (1964), S. 16-26.

<sup>171</sup> Ausführliche Einblicke zur Geschichte der Kreditversicherung gewähren Schimmelpfeng (1887), S. 3-13. sowie Fischer (1938), S. 5-15. Vgl. daneben zum Südseeschwindel Manes (1924), insbes. S. 297, sowie zur Idee BÜSCHS ausführlich Landwehr (1976).

Vor dem I. Weltkrieg erfolgte die Finanzierung des internationalen Handels – und damit die Übernahme einhergehender Kreditrisiken – hauptsächlich durch Bankintermediäre. Das Pariser Privatbankhaus *Mallet & Cie.* gründete im Zuge dessen mit dem Ziel einer separat institutionalisierten Risikoübernahme 1849 die *Union de Commerce* als Vorläufer heutiger Delkredereversicherer. Deren anfänglicher (Absatzmarkt-)Erfolg war allerdings flüchtig, da sich alsbald problematische Risikoeffekte manifestierten: Insoweit die *Union* Kreditrisiken *Mallets* zeichnete, kam es allenfalls vordergründig zu einem Risikotransfer, faktisch nur zu einer Umetkettierung: Kreditausfälle trafen nicht länger die Bank-, dafür die Versicherungssparte des Hauses – und fielen so letztlich auf das Mutter(bank)haus zurück. Folgerichtig konnte das Unternehmen die Geschäftstätigkeit als Kreditversicherer nicht lange aufrechterhalten<sup>172</sup>.

Erst 1871 wurde in England als erste unabhängige Kreditversicherungsgesellschaft, die sich speziell mit der Warenkreditversicherung befasste, *The Ocean Accident and Guarantee Corp. Ltd.* gegründet<sup>173</sup>. Sie übernahm auch die 1885 als eine der ersten deutschen Kreditversicherungsinstitutionen gegründete *Hanseatische See- und allgemeine Versicherungsgesellschaft* in Hamburg, wodurch das englische System auch in Deutschland Einzug hielt, welches auf dem Grundsatz basierte, keine Einzelforderungen zu decken, sondern Kreditversicherungskontrakte in Form von Pauschalversicherungen anzubieten<sup>174</sup>. Weiter gefestigt wurde diese Institutionalisierung durch die *Hamburger Versicherungs A. G. Globus* von 1898<sup>175</sup>. Vor dem Hintergrund der Gestaltungsfehler der Frühzeit wurde die bis heute wesensbestimmende Beschränkung auf Lieferantenkredite formuliert und damit die Übernahme von Kreditrisiken aus Bankkrediten grundsätzlich ausgeschlossen. Ebenso dezidiert wurde festgelegt, dass dem Kontrakt eine eingehende ex ante Überprüfung der Kreditwürdigkeit des Versicherungsnehmers vorangehen sollte, um durch „Ausschluß waghalsiger Firmen“<sup>176</sup> untragbare Risiken zu vermeiden. Mit Blick auf die (Neu-)Bewertung des durch Versicherungsnehmer wie Kontraktsspezifika determinierten

---

<sup>172</sup> Vgl. Halem (1964), S. 18.

<sup>173</sup> Vgl. aus der frühen Literatur etwa Francuski (1928), S. 16f.; später u.a. Zocher (1985), S. 218-222.

<sup>174</sup> Vgl. seinerzeit bes. Kalveram (1924), S. 307; Schlesinger (1926), S. 9; Francuski (1928), S. 39f.; Wolf (1931), S. 4f.

<sup>175</sup> Vgl. Kossen (1996), S. 24.

<sup>176</sup> Manes (1924), S. 298.

Kreditrisikos wurden die Versicherungsverträge zudem bevorzugt nur für ein Jahr abgeschlossen<sup>177</sup>. In den USA wurde die Kreditversicherung etwa zeitgleich 1885 per Gesetz erlaubt, allerdings wurden erste Kreditversicherungspolice erst 1889 von der *United States Credit System Company* ausgegeben<sup>178</sup>.

Die Anfänge der Entwicklung der Kreditversicherung wurden schon früh als die erwähnte „Geschichte von Projekten und verunglückten Versuchen“<sup>179</sup> bezeichnet. Ausschlaggebend für diese Einschätzung waren verlustreiche Fehler, die zum Scheitern von Pioniergesellschaften führten. Als maßgebliche Gründe hierfür lassen sich neben der oben erläuterten fehlenden Trennung zwischen Bank- und Versicherungsgeschäft aus heutiger Sicht insbesondere Versäumnisse der Kreditversicherungsunternehmen festhalten, die aus dem noch unzureichenden Wissen der Intermediärunternehmen über ihr Geschäftsfeld resultierten<sup>180</sup>. Entscheidend waren moralische Risiken auf Seiten der Kreditversicherungsnehmer, die durch die Intermediäre unentdeckt oder zumindest unterbewertet blieben: Fehlende Selbstbeteiligungen der Versicherungsnehmer hatten zur Folge, dass diese nicht angehalten wurden, Kreditrisiken ihrerseits zu messen und zu steuern. Diesem moral hazard kann eine Kreditrisiken übernehmende Partei zwar gegensteuern, doch erachteten die Kreditversicherer dies in den Anfangsjahren als weniger bedeutend, so dass sie letztlich weder über ausreichende Screening- und Monitoring-Instrumente noch über risikoadäquate Preisstrukturen verfügten<sup>181</sup>.

Um die Jahrhundertwende wurden von der englischen *Ocean* daraufhin neue Grundsätze entwickelt, die sich insbesondere auf ein verbessertes screening der Bonität der Lieferantenkreditschuldner der Versicherungsnehmer vor/nach Vertragsabschluss sowie eine zielführende Gestaltung von Anreizen nach Vertragsabschluss durch Selbstbeteiligungen richtete<sup>182</sup>. Für den Kreditrisiken transferierenden Versicherungsnehmer stieg somit der Anreiz, Kreditrisiken eigenständig zu messen und Lieferantenkredite

---

<sup>177</sup> Vgl. Herzfelder (1904), S. 24-34.

<sup>178</sup> Vgl. hierzu Riegel (1930), S. 300-311.

<sup>179</sup> Manes (1924), S. 304.

<sup>180</sup> Vgl. v. Halem (1964), S. 18; Wittchen (1995), S. 3.

<sup>181</sup> Vgl. u.a. v. Halem (1964), S. 19; Habicht (1967), S. 10; Zocher (1985), S. 218f.

<sup>182</sup> Vgl. Liebig (1905), S. 23f.; Rockel (1927), S. 14.

nur an kreditwürdige Schuldner zu vergeben, da andernfalls der Risiko-transfer ex ante oder ex post misslingen konnte. Durch diese Interessengleichung beider Vertragsparteien des Kreditversicherungsvertrages ließen sich Schadenswahrscheinlichkeit und -höhe im Vorhinein entscheidend verringern<sup>183</sup>.

Nach diesen grundlegenden vertraglichen Institutionen entwickelten sich zudem unternehmerische Institutionen, die auch aus deutscher Sicht von fundamentaler Bedeutung sein sollten, noch vor dem Ende des I. Weltkriegs: 1917 wurde die *Hermes Kredit-Versicherungsbank-AG* durch die Allianz- sowie die Münchener Rückversicherung in Berlin gegründet und übernahm im gleichen Jahr die Kreditversicherungsgeschäfte der 1885 gegründeten Hamburger *Globus*<sup>184</sup>. Die Gründung im Kriegsjahr 1917 basierte auf der Erwartung, dass die deutschen Unternehmen in den Nachkriegsjahren einen größeren Absicherungsbedarf an und daher eine vermehrte Nachfrage nach Versicherungsprodukten entwickeln würden. Der Ausgestaltung als eigenständige Institution lag die weitere Erkenntnis zugrunde, dass ein Kreditversicherungsgeschäft zwar einerseits *in sich diversifiziert* sein müsse, also Portfolien in allen drei klassischen Untersparten zeichnen sollte<sup>185</sup>, der Geschäftsbetrieb andererseits aber nicht Teil einer spartenübergreifenden Diversifikation sein solle und deswegen insbesondere losgelöst von Sachversicherungszweigen zu betreiben wäre. *Hermes* war daher die erste Spezialkreditversicherungsgesellschaft, die alle drei Sparten der Kreditversicherung betrieb, also Delkredere-, Kautions- und Vertrauensschadenversicherung<sup>186</sup>. Diese rechtlich-organisatorische Innovation im Sinne *Schumpeters* und die hierdurch ermöglichten Wettbewerbsvorteile<sup>187</sup> verschafften *Hermes* entscheidende Pioniergewinne. Die Konkurrenzunternehmen versuchten sich in der Folge nicht an Imitations-, sondern an gegensätzlichen Preis-Mengen-Strategien, wobei sie die früheren Fehler risikoinadäquater Preise wiederholten. Die resultierenden Belastungen von Liquiditäts-/Erfolgslage resultierten im Marktaustritt der meisten konkurrierenden Kreditversicherer, wodurch *Hermes* im Laufe der

---

<sup>183</sup> Vgl. Halem (1964), S. 18f.

<sup>184</sup> Vgl. Francuski (1928), S. 42; später auch Habicht (1967).

<sup>185</sup> Vgl. hierzu Führer (2001), S. 3.

<sup>186</sup> Vgl. Habicht (1967), S. 17f.

<sup>187</sup> Vgl. grundlegend Schumpeter (1928), bes. S. 483; dazu ausführlich Schneider (1997), S. 430-442; sowie einführend Paul (2005), S. 167-169.

1920er Jahre in eine Art Monopolstellung im nationalen Kreditversicherungsgeschäft gelangte<sup>188</sup>.

Zur gleichen Zeit wuchs für die politischen Akteure der Anreiz, die Erreichung persönlicher sowie partei- und regierungspolitischer Ziele mit Hilfe staatlicher Exportförderung zu betreiben, wofür *Hermes* der folgerichtige Ansprechpartner war: Durch die Liberalisierung und Ausdehnung des Welthandels in der Zeit nach dem I. Weltkrieg wuchs das Bedürfnis deutscher Unternehmen, die an ausländische Kunden lieferten, sowohl Lieferantenkredite gewähren als auch das einhergehende Kreditrisiko auf eine Drittpartei transferieren zu können – wozu die Kreditversicherer nur hinsichtlich des wirtschaftlichen, nicht aber des politischen Risikos bereit waren<sup>189</sup>. Um letztgenannte Risiken abzusichern, wurden eingangs der 1920er Jahre zunächst staatliche Exportkreditagenturen gegründet, um als *Informationsintermediär* (zwischen den Kreditversicherern) zu agieren und so den Export zu fördern<sup>190</sup>. Bereits 1926 schien indes die Tätigkeit eines entsprechenden *Versicherungsintermediärs* zielführender, woraufhin *Hermes* damit beauftragt wurde, die Federführung für die Förderung deutscher Exporte zu übernehmen, die der Staat in zweierlei Form über Garantien gewährte, und zwar durch *Plan A* (analog einer Kreditversicherung im Inland) sowie den *Hamburger Plan* (keine Risikoübernahme, sondern Finanzierungsfunktion)<sup>191</sup>.

Während sich den *Hermes*-Unternehmern entsprechend verbesserte Möglichkeiten zur Gewinnerzielung und damit zur Erhaltung von *Hermes* als Institution boten, kulminierte der spiegelbildliche Wettbewerbsdruck der Konkurrenzunternehmen in einer spektakulären Insolvenz: Im August 1929 wurde die *Frankfurter Allgemeine Versicherungs AG (FAVAG)* zahlungsunfähig. Die Gesellschaft hatte zuvor primär Teilzahlungs- und Kautionsversicherungs-, aber auch versicherungsfremde Geschäfte betrieben, in deren Rahmen sie zunehmend als Kreditgeber und damit als faktischer *Bankintermediär* agiert hatte. Der Fehler aus den institutionellen Anfängen der Kreditversicherung, nämlich die Vermischung von Bank- und Versi-

---

<sup>188</sup> Vgl. Goltz (1932), S. 24.

<sup>189</sup> Vgl. hierzu einfürend Meyer (1997), S. 71-74.

<sup>190</sup> Vgl. Raturi/Schmolek (2000), S. 11.

<sup>191</sup> Vgl. seinerzeit Hasselmann (1926); Maßmann (1928b), S. 254-259; rückblickend auch Wandel (1998), S. 135f.

cherungsgeschäft, wurde in der FAVAG nicht nur wiederholt, sondern zusätzlich durch erhebliche Managementfehler und auch -kriminalität erheblich verschärft<sup>192</sup>. Resultat war eine der bis heute bedeutendsten deutschen Versicherungsinsolvenzen. Der Fall *FAVAG* ist auch aus heutiger Sicht von elementarer Bedeutung, nicht nur als Beleg für ein weitreichendes Funktionieren der Marktkräfte auch auf Versicherungsmärkten:

- Mitentscheidend für den Insolvenzeintritt war, dass noch keine dezidiert auf Insolvenzvermeidung gerichteten staatlichen Regeln für die Assekuranz existierten, wonach der durch verfehltes unternehmerisches Entscheiden und Handeln verursachte und insoweit marktwirtschaftlich nicht unerwünschte Zusammenbruch staatlicherseits vermieden worden wäre.
- Mitentscheidend für das Ausbleiben von Ansteckungseffekten war nicht nur, dass die Geschäftsbeziehungen zu anderen Versicherungsunternehmen ex ante nicht so umfassend waren, dass sie ein Pendant zu Interbankverbindlichkeiten hätten darstellen können, sondern auch, dass das Kreditversicherungsgeschäft der FAVAG ex post von anderen Versicherern übernommen wurde<sup>193</sup>.

Noch bedeutsamer als dieser institutionelle Wandel im Sinne einer veränderten Unternehmenslandschaft war indes der auf dem Gebiet der Marktregeln ausgelöste: Angesichts der wiederholten Praxis von bankkreditartigen und damit versicherungsfremden Geschäften durch Versicherungsunternehmen im Allgemeinen, durch Kreditversicherer im Besonderen, und durch die *FAVAG* ganz speziell verschärfte die Aufsichtsbehörde, also die Organisation, die für die Durchsetzung der Marktregeln verantwortlich zeichnete, schon 1930 ihre Vorschriften für das Kreditversicherungsgeschäft. Fortan wurden nur Spezialgesellschaften mit einer (nach aufsichtlichem Dafürhalten ausreichend) starken Kapitalgrundlage zum Geschäftsbetrieb *zugelassen*, die dieses losgelöst vom Sachversicherungsgeschäft zu betreiben hatten<sup>194</sup>. Damit geht das versicherungsaufsichtliche Gebot der

---

<sup>192</sup> Vgl. seinerzeit ausführlich Petersen (1929); Gürtler (1930), bes. S. 84-90, rückblickend später Alsheimer (1988); Horsch (1998), S. 32f.

<sup>193</sup> Vgl. neben den vorgenannten zeitgenössischen Quellen Hagen (1929). Die Ansteckung blieb aus, obgleich Konkurrenten der Übernehmer (Vorläufer der heutigen *Allianz*- und *MünchenerRück*-Konzerne) verunsicherten Kunden (vor allem der *Allianz*) durch Hinweise auf deren nun ebenfalls zweifelhafte Bonität abzuwerben versuchten, vgl. dazu kritisch Petersen (1930), bes. S. 19f.

<sup>194</sup> Vgl. Habicht (1967), S. 45f.

Spartentrennung nicht zuletzt auf den Zusammenbruch der *FAVAG* zurück, der aber auch darüber hinaus bedeutende Impulse für die Weiterentwicklung der versicherungsaufsichtlichen Regeln lieferte<sup>195</sup>.

In einer auch in die Außenwirkung reichenden Durchsetzung des Sparten-trennungsgebots mussten die deutschen Versicherungsunternehmen generell und darunter *Hermes* speziell per 1938 den Zusatz der „-bank“ aus ihren Firmenbezeichnungen entfernen<sup>196</sup>. Unter der Bezeichnung *Hermes Kreditversicherungs-Aktiengesellschaft* blieb dieses Unternehmen bis 1954 die einzige Versicherungsgesellschaft, die alle drei Bereiche des Kreditversicherungsgeschäfts in Deutschland betrieb. Erst 1954 entstand mit der *Gerling-Konzern Speziale Kreditversicherungs-Aktiengesellschaft* eine das *Hermes*-Geschäftsmodell imitierende Kreditversicherungsinstitution, die ebenfalls alle Sparten der Kreditversicherung betreiben sollte<sup>197</sup>. Zwar war durch Mainzer Kaufleute und eine Frankfurter Bank schon 1923 die *Rheinische Garantiebank Kautionsversicherungs-Aktiengesellschaft* gegründet worden, doch konzentrierte diese sich ihrer Bezeichnung entsprechend bis in die 1950er Jahre ganz auf das Kautions(versicherungs)geschäft, bevor ein neuer Eigentümerkreis sie umfirmierte und als *Allgemeine Kreditversicherung Aktiengesellschaft* (AK) auf sämtliche Zweige der Kreditversicherung ausrichtete<sup>198</sup>.

Ähnlich bedeutsame Veränderungen der Anbieterstrukturen erfolgten erst im Zuge der durch die fortschreitende europäische Einigung verursachten Marktregeländerungen. Da es sich bei den europabedingten (Re-)Regulierungen mit Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit auch um De-Regulierungen handelte<sup>199</sup>, entstanden neue Handlungsmöglichkeiten für Entscheidungsträger in Kreditversicherungsunternehmen. In den 1990er Jahren richtete sich ihr Interesse daraufhin zunehmend auf Möglichkeiten der internationalen Diversifikation, nicht zuletzt auf dem Wege der Koopera-

---

<sup>195</sup> Vgl. im Überblick Ruge (2001), S. 35f. Zudem gilt die *FAVAG*-Insolvenz als mitentscheidend für die Institutionalisierung der heutigen Wirtschaftsprüfung, vgl. Alsheimer (1988), bes. S. 478.

<sup>196</sup> Vgl. Habicht (1967), S. 63.

<sup>197</sup> Vgl. Habicht (1967), S. 109. Eine detaillierte Darstellung der Marktsituation in der Kreditversicherung bis zur Mitte der 1950er Jahre bietet Karrer (1957), S. 11-21.

<sup>198</sup> Vgl. Coface (2011).

<sup>199</sup> Ausführliche Darstellungen zur Entstehung des EU-Binnenmarktes für Versicherungsleistungen bieten u.a. Müller (1995b), hier einführend S. 1-7; Rabe (1997), hier einführend S. 80-90. Vgl. für einen Überblick zudem Donhauser (2001).

tion mit oder der grenzüberschreitenden Übernahme von anderen Kreditversicherungsunternehmen. In der Folge fusionierten insbesondere

- per 2001 der niederländische Kreditversicherer *Nederlandsche Credietverzekering Maatschappij (NCM)* und *Gerling-Konzern Spezial-Kreditversicherung (Gerling Credit)* zum weltweit zweitgrößten Kreditversicherer *Atradius*<sup>200</sup> und
- im Folgejahr die Allianz-Gesellschaften *Hermes Kreditversicherungs-AG*, Hamburg, und *Euler S. A.*, Paris, zur heute weltgrößten Kreditversicherungsgruppe *Euler Hermes* mit Sitz in Paris und Präsenz in über 50 Ländern der Erde<sup>201</sup>.
- Ausgehend von Anteilskäufen in den 1990er Jahren begann ferner die französische Kreditversicherungsgesellschaft *Coface* als drittgrößtes Kreditversicherungsunternehmen weltweit mit der Übernahme der *AK*, die 2008 abgeschlossen wurde: Seither firmiert die ehemalige *AK* explizit als deutscher Ableger des französischen Mutterunternehmens unter der Firma *Coface Deutschland*<sup>202</sup>.

Bis heute ist daher eine sehr überschaubare Anzahl von Institutionen in Form von Kreditversicherungsunternehmen überhaupt begründet und insbesondere erfolgreich erhalten worden. Welche Marktteilnehmer das aus heutiger Sicht sind und wodurch ihre geringe Anzahl begründet werden könnte, wird im folgenden Kapitel erörtert.

### 3.1.2 Marktstrukturen realer Kreditversicherungsmärkte

Selbst in einer weltweiten Aufnahme existiert nur eine vergleichsweise kleine Anzahl von Unternehmen, die Kreditrisikotransfers in Form von Kreditversicherungskontrakten anbieten. *Euler Hermes*, *Atradius* und *Coface* und als die drei hiervor beschriebenen, größten Kreditversicherer besitzen hierbei gemessen am Umsatz einen Marktanteil von über 85 % und dominieren damit den weltweiten Markt entsprechend:

---

<sup>200</sup> Zur Unternehmensgeschichte *Atradius*‘ bis hin zum ebenfalls bedeutenden Zusammenschluss mit der spanischen Gesellschaft *Crédito y Caución* vgl. Atradius (2011a).

<sup>201</sup> Zur Unternehmensgeschichte von *Euler Hermes* vgl. analog Euler Hermes (2011a).

<sup>202</sup> Vgl. Coface (2011).

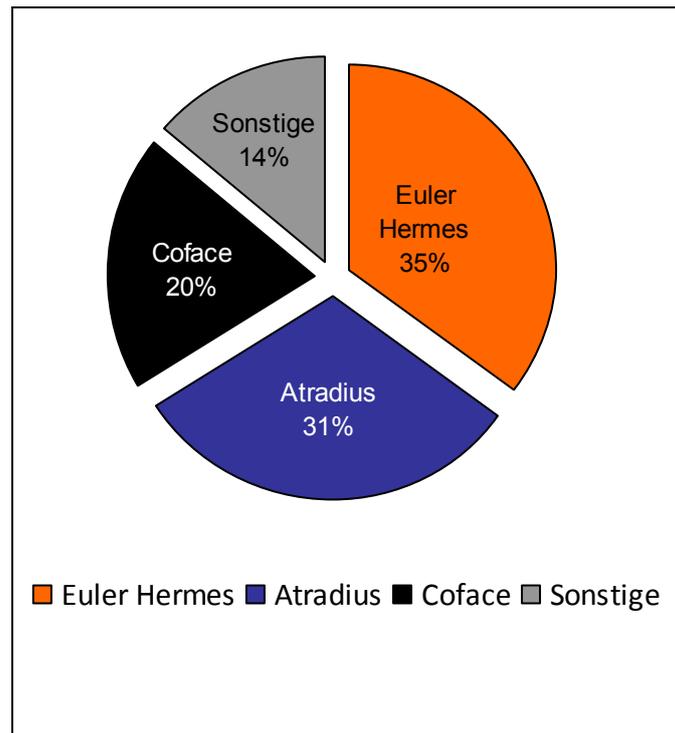


Abb. 8: Weltmarktanteile der wichtigsten Kreditversicherungsunternehmen (2010)<sup>203</sup>

Auf dem *deutschen* Markt agieren derzeit vor allem fünf Versicherungsunternehmen, die Kreditversicherungsleistungen anbieten. Damit ist der Konzentrationsgrad in Deutschland gemessen an anderen europäischen Kreditversicherungsmärkten nicht besonders hoch. Das wirtschaftliche Umfeld der Kreditversicherung in Deutschland ist dabei zuletzt stark von der Finanzmarkt- und Weltwirtschaftskrise geprägt gewesen: Im Jahr 2009 wurden in Deutschland insgesamt 32.930 Unternehmensinsolvenzen gemeldet, was einem Anstieg zum Vorjahr von 11,3 % entsprach. Im Jahr 2010 sank die Zahl der Insolvenzen um 2,6 % auf 32.060, 2011 abermals um 5,8 % auf etwa 30.200<sup>204</sup>. Parallel stiegen die verdienten Bruttobeiträge der Kreditversicherungsunternehmen in Deutschland eher gleichmäßig von etwa 1,4 Mrd. Euro per 2009 über 1,541 Mrd. Euro per 2010 auf etwa 1,6 Mrd. Euro per 2011<sup>205</sup>. Unter den Anbietern des deutschen Kreditversiche-

<sup>203</sup> Quelle: Eigene Abbildung auf Basis der Daten von Euler Hermes (2011b), S. 4; Atradius (2011b) sowie Coface (2011). Vgl. zudem Yahn (2010).

<sup>204</sup> Vgl. Creditreform (2011), S. 1, 13-17; mit demgegenüber leicht abweichenden Insolvenzzahlen auch GDV (2011), S. 44.

<sup>205</sup> Vgl. Meurer (2011a), S. 2; GDV (2011), S. 44; GDV (2010), S. 54. Vgl. auch Deutscher Bundestag (2009), bes. S. 3.

rungsmarktes teilten sich die verdienten Bruttobeiträge hierbei in der jüngeren Vergangenheit wie folgt auf:

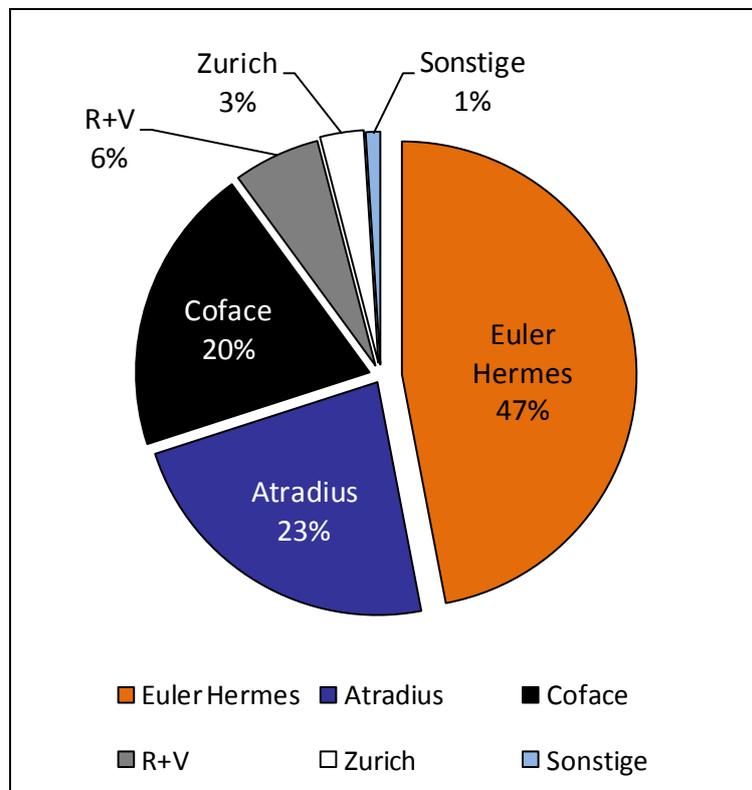


Abb. 9: Marktanteile wichtiger Kreditversicherungsunternehmen (Deutschland)<sup>206</sup>

Da nur wenige Anbieter vielen Nachfragern gegenüberstehen, wird Kreditversicherungsmärkten zuweilen das Attribut einer *oligopolistischen Marktstruktur* verliehen, indem ein Angebotsoligopol oder gar -monopol konstatiert wird<sup>207</sup>. Das Vorliegen eines Oligopols ist indes nicht nur von der reinen Anbieterzahl abhängig, die mit „wenige“ für eine eindeutige Abgrenzung zu unscharf definiert ist. In der Folge gelten *Größenvorteile* in Produktions- und Kostenstrukturen sowie insbesondere eine *Reaktionsverbundenheit* zwischen den Aktivitäten der Anbieter auf dem Absatzmarkt als weitere Voraussetzungen für das Vorliegen dieser Marktform<sup>208</sup>. Dabei transportiert die wissenschaftliche Bezeichnung einer Marktform als Oligopol keine (negative) Wertung, sondern fokussiert darauf, dass aufgrund

<sup>206</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten bei Deutscher Bundestag (2009), S. 4.

<sup>207</sup> Vgl. exemplarisch Zellner (2001), S. 108. Vgl. auch o. V. (2002), S. 58f.

<sup>208</sup> Vgl. Fritsch/Wein/Ewers (2007), S. 204f. Vgl. dazu allerdings kritisch zur Marktformenlehre insgesamt Schneider (1997), S. 306f.

der geringen Zahl der Anbieter jeder von ihnen von (insbesondere preis-, produkt-, vertriebs- und kommunikationspolitischen) Aktionen eines Konkurrenten fühlbar tangiert und deswegen zur Reaktion angereizt wird. In der Folge lässt sich das „Oligopol als Standardfall der strategischen Interaktion“<sup>209</sup> analysieren. Vor allem von politischen Akteuren wird diese Eigenheit regelmäßig mit (hieraus quasi automatisch folgenden) Wettbewerbsbeschränkungen gleichgesetzt und in die Begründung einer darauf zielenden Regulierung umgedeutet<sup>210</sup>. Unbestritten ist, dass die Wettbewerber sich in einer Oligopolsituation speziell angesichts ihrer überschaubaren Zahl angereizt fühlen *könnten*, ihre Arbitragegewinne zu Lasten der Abnehmer durch Preisabsprachen oder andere wettbewerbswidrige Maßnahmen zu vergrößern. Dies ist indes kein Automatismus. Im Gegenteil kann aus einer Oligopolsituation auch ein besonders *intensiver* Wettbewerb entstehen, wie sich an Beispielen wie dem des Marktes für koffeinhaltige Erfrischungsgetränke oder Passagierflugzeuge für kommerzielle Airlines zeigen lässt. Die Popularität der simplifizierenden Verurteilung von Oligopolen ist aus politischem Kalkül heraus nicht unverständlich: „Das Oligopol kann mit Fug und Recht als diejenige Wettbewerbsform bezeichnet werden, die einerseits der Wirklichkeit vieler Märkte am besten entspricht und andererseits aufgrund der bewussten Interdependenz der Entscheidungen der Wettbewerber die reizvollsten Herausforderungen für das Management bietet“<sup>211</sup> – wobei Letzteres auch im Sinne politischer und bürokratischer Unternehmer interpretierbar ist, für die die Gleichsetzung der oligopolistischen Marktform mit einer Regulierungsbegründung eine entsprechend große Ausdehnung ihres Tätigkeitsfeldes bedeutet.

Ob es sich beim Kreditversicherungsmarkt im strengen Sinn um ein Oligopol handelt, könnte daher nur nach einer empirischen Prüfung der anbieterseitigen Verhaltensmuster entschieden werden, die anderen Forschungsarbeiten überlassen bleiben muss. Für die weiteren Ausführungen genügt die Feststellung, dass es sich um einen Markt mit wenigen Anbietern handelt, soweit auf Kreditversicherungen im engeren Sinne fokussiert wird. Die weiteren Ausführungen basieren demgegenüber gerade auf der Überlegung, dass Anbieter von Kreditversicherungen i. e. S. nicht nur miteinan-

---

<sup>209</sup> So unter dieser Überschrift bei Warning/Welzel (2011), bes. S. 54-77.

<sup>210</sup> Vgl. von hierher kritisch zur Begründung rating-gerichteter Regulierung auf Basis eines konstatierten Angebotsmonopols Horsch (2008), passim, bes. S. 234-237, 322, 403f.

<sup>211</sup> Warning/Welzel (2011), S. 57.

der, sondern auch mit Anbietern alternativer Kreditrisikotransferinstrumenten konkurrieren. In einer entsprechend weiten Auffassung erhöht sich damit die Anzahl zu betrachtender Konkurrenten. Vor diesem Hintergrund bleibt damit gleichwohl zu analysieren, wodurch die heute geringe Zahl von Kreditversicherungsunternehmen begründet ist.

Die Entstehung eines Angebotsoligopols wird begünstigt nicht zuletzt durch *Markteintrittsbarrieren*<sup>212</sup>. Diese können insbesondere ökonomische sowie regulatorische Ursachen haben. Zu ersteren zählt, wenn es für einen potentiellen Newcomer angesichts von Größenvorteilen in der Kostenfunktion der bereits etablierten Anbieter wirtschaftlich nicht sinnvoll ist, als neuer Anbieter auf den Markt zu treten. Auf dem Kreditversicherungsmarkt könnten solche Größenvorteile und damit Markteintrittsbarrieren daraus resultieren, dass ein hoher Kapital- sowie Wissensbedarf sowie eine starke Abhängigkeit von der Konjunkturlage bestehen.

- Ein spezifisch hoher *Wissensbedarf* resultiert daraus, dass es für Kreditversicherungsunternehmen essenziell ist, die zur Übernahme angetragenen Risiken möglichst gut messen und bewerten zu können. Voraussetzung dafür sind Informationen über die Versicherungsnehmer wie auch deren Debitoren. Dazu sind entsprechende Informationsnetzwerke sowie Datenverarbeitungssysteme von entscheidender Bedeutung. Informationslieferanten sind spezialisierte Informationsintermediäre (wie *Bürgel* oder *Creditreform*) ebenso wie die Versicherungsnehmer. Diese haben das Zahlungsverhalten ihrer Schuldner zu melden, damit deren Daten erfasst und bei künftigen Kreditentscheidungen berücksichtigt werden können<sup>213</sup>. Anbieter eines Kreditrisikotransfers durch Kreditversicherung müssen folgerichtig ausreichend finanzstark sein, um diese spezifische Potentialausstattung zu schaffen, zu unterhalten und effizient zu nutzen<sup>214</sup>.
- Der spezifisch hohe Bedarf an *Liquiditäts- und Haftkapitalreserven* ergibt sich, weil die Liquiditäts- und Vermögenslage von Kreditversicherungsunternehmen gerade in Zeiten schwacher Konjunktur

---

<sup>212</sup> Grundlegend hierzu vgl. v. Weizsäcker (1980).

<sup>213</sup> Ausführlich zu den beschriebenen Informationsprozessen vgl. etwa Lennartz (2005).

<sup>214</sup> Vgl. Brauel (2005), S. 15.

besonders belastet wird<sup>215</sup>: Mit steigenden Insolvenzzahlen wachsen auch die Forderungsausfälle und damit die an Kreditversicherungsunternehmen gerichteten Ersatzansprüche. Exemplarische empirische Belege hierfür sind gescheiterte Markteintrittsversuche der jüngeren Vergangenheit wie der der *Gothaer Credit Versicherung AG* in Köln, die ab 1991 mit dem Kernprodukt „e-cover“ vor allem Einzelauftragsdeckungen für Warenlieferungskredite mit Zahlungszielen von bis zu 90 Tagen versichern und dabei neben dieser Online-Kreditversicherung Bonitätsprüfungen anbieten sollte<sup>216</sup>. Konjunkturbedingt hohe Insolvenzzahlen in Verbindung mit fehlendem Kapital zur Unterlegung einer europäischen Expansion bei hohem Wettbewerbsdruck der etablierten Anbieter verhinderten eine auskömmliche Ertragslage, woraufhin der *Gothaer*-Konzern die Kreditversicherung Ende 2002 nach nur elf Jahren wieder aufgab<sup>217</sup>.

- Hinzu tritt die zwingende Notwendigkeit eines ausreichend großen Portfolios versicherter Risiken: Auch Kreditversicherung ist aus der Erkenntnis entstanden, dass zwar Kreditgefahren im Einzelnen nicht vorhersehbar sind, jedoch die Summe der Gefahren Gesetzmäßigkeiten unterliegt<sup>218</sup>, so dass sich Größenvorteile (economies of scale) auch dann ergeben, wenn über die Bildung von diversifizierten Portfolios eine Risikominderung versucht wird: Die Varianz der Gesamtheit der versicherten Risiken nimmt mit zunehmender Anzahl von aufgenommenen Risiken umso stärker ab, je weniger die Einzelrisiken positiv korreliert sind. Der Erwartungswert wird somit immer zuverlässiger. Je mehr (möglichst wenig) positiv korrelierte Risiken aufgenommen werden, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit zutreffender Prognosen, entsprechend ausreichender Liquidität und Rückstellungen, ungefährdeter Leistungsfähigkeit und damit letztlich auch höherer Gewinne<sup>219</sup>.

---

<sup>215</sup> Vgl. etwa Donhauser (2001), S. 129.

<sup>216</sup> Vgl. o.V. (Gothaer, 2002a).

<sup>217</sup> Vgl. o.V. (Gothaer, 2002b).

<sup>218</sup> Vgl. prägnant bereits Molt (1913), S. 3.

<sup>219</sup> Vgl. Zweifel/Eisen (2003), S. 272. Vgl. auch Möller (1985), S. 178f.

Weitere ökonomische Markteintrittsbarrieren können auf Aktivitäten der bereits etablierten Anbieter zurückgehen, die durch Markteintrittsversuche von Newcomern ausgelöst werden. Denkbar sind z. B. (angekündigte) aggressive Preispolitiken, um neue Anbieter durch Unterbietung vom Markteintritt abzuhalten bzw. umgehend wieder zu einem -austritt zu veranlassen.<sup>220</sup>

Hinzukommen können regulatorische Markteintrittsbarrieren in Form von Marktregeln, die die Aufnahme und Fortführung des Geschäftsbetriebs an die Erfüllung bestimmter Voraussetzungen knüpfen, wie es auf dem deutschen Versicherungsmarkt lange (Aufsichts-)Tradition hat:

„Es geht nicht darum, den Versicherungsmarkt für den Zutritt aller weder vollständig zu schließen noch vollständig zu öffnen, sondern durch Zulassung von leistungsfähigen und vertrauenswürdigen Versicherern einen zwar beschränkten, aber die Grenze eines reibungslosen Funktionierens der Versicherungswirtschaft nicht überschreitenden Wettbewerb mehrerer Versicherer herbeizuführen.“<sup>221</sup>

Daraufhin konzipierte Marktregeln erlegen (Kredit-)Versicherungsunternehmen u. a. eine permanente Einhaltung bestimmter Relationen von Kennzahlen für Risiken und Risikoträger auf, die auf die Vorhaltung insbesondere ausreichender versicherungstechnischer Rückstellungen sowie von haftendem Eigenkapital hinauslaufen<sup>222</sup>. Mit Blick auf das Aufsichtsziel der dauerhaften Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge galt traditionell überdies das Gebot der Spartentrennung, und zwar nicht zuletzt für die Kreditversicherung, da ihr eine besonders hohe Konjunkturabhängigkeit und daher Konkurswahrscheinlichkeit beigemessen wurde und wird<sup>223</sup>, vor deren Auswirkungen die Versicherten der anderen Sparten geschützt werden sollten. Der Erreichung dieses Aufsichtsziels sollte u. a. dienen, dass nur besonders erfahrene und finanziell belastbare Spezialunternehmen das

---

<sup>220</sup> Vgl. etwa Pindyck/Rubinfeld (2005), S. 577.

<sup>221</sup> Mahr (1970), S. 322. Vgl. ergänzend v. d. Schulenburg (2005), S. 367-378.

<sup>222</sup> Zu (traditionellen) Konzepten der Versicherungsaufsicht vgl. erschöpfend die Aufsätze in Müller et al. (Hrsg., 2001), insbes. Ruge (2001), Müller (2001), Gruschinske (2001), Greve (2001). Einen aktuellen Überblick bietet insbesondere Farny (2011), S. 108-144, 811-847, 905-913. Vgl. davon ausgehend auch Kapitel 5 dieser Arbeit.

<sup>223</sup> Vgl. Rohde-Liebenau (1973), S. 519f.; Donhauser (2001), S. 129f.

Kreditversicherungsgeschäft betreiben durften<sup>224</sup>. Die Kehrseite dessen war eine regulatorische Verfestigung ohnehin bestehender größenmäßiger Markteintrittsbarrieren insoweit, als Kreditversicherer generell und Newcomer speziell *allein* durch den Betrieb des Kreditversicherungsgeschäfts ausreichend diversifiziert und wirtschaftlich überlebensfähig sein mussten. Ausgeschlossen war damit umgekehrt eine Strategie niedriger Einstiegspreise, deren Anlaufverluste durch Quersubventionen anderer Geschäftszweige aufgefangen werden. Besagte Spartenrennung galt von 1930 bis 1990 und war und ist ein maßgeblicher Grund dafür, warum es sich bis heute bei Kreditversicherern meist um Spezialanbieter handelt<sup>225</sup>.

Durch die europäischen Richtlinien wurde die Spartenrennung, die für die Kredit- und Kautionsversicherung sowie die Rechtsschutzversicherung in Deutschland galt, zwar aufgehoben<sup>226</sup>, doch war die formale Beseitigung dieser Markteintrittsbarriere nach ihrer langen Wirkung nicht ausreichend, um das Wettbewerbsumfeld kurzfristig signifikant zu verändern. Zudem verstärkt die Neuregulierung die Bedeutung von Größenvorteilen, da das durch Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit erweiterte Marktpotential in Verbindung mit der eigenkapitalbasierten Finanzaufsicht größere und etablierte Unternehmen begünstigt<sup>227</sup>.

In der Folge hat sich die Anbieterstruktur auf dem Kreditversicherungsmarkt seit Anfang der 1990er Jahre in Richtung größerer Unternehmenseinheiten verändert. Bei vermeintlich neuen Marktteilnehmern handelt es sich seither eher um Ergebnisse von Fusionen und Übernahmen als von vollständig neuen Wettbewerbern. Konkurrenz zwischen den Anbietern von Kreditversicherungen zeigt sich deshalb weniger auf Unternehmens- denn auf Produktebene, also zwischen den Kreditversicherern einerseits und den einführend genannten, innovativen Varianten des Kreditrisikotransfers andererseits. Ihre Charakterisierung ist daher Gegenstand des Folgekapitels.

---

<sup>224</sup> Vgl. Schmidt (1964), S. 269.

<sup>225</sup> Vgl. Farny (2011), S. 119; sowie grundsätzlich zur Spartenrennung Angerer (1985), S. 23; analog seinerzeit auch v. Ammon (1978), hier S. 1086f.

<sup>226</sup> Vgl. dazu seinerzeit stellvertretend Jürgens/Rabe/Rabe (1993), S. 3.

<sup>227</sup> Vgl. Kerle (2004), S. 29; vgl. im Grundsatz auch bereits Mahr (1970), S. 312.

### 3.1.3 Marktprozesse realer Kreditversicherungsmärkte

#### 3.1.3.1 Kreditversicherung unverbriefter Forderungen

Die allgemeinen Ausführungen zur Kreditversicherung im Teilabschnitt 2.2.3.3.3 haben gezeigt, dass sich diese Form der Kreditrisikosteuerung durch Kreditrisikotransfer sich grundsätzlich sowohl auf Finanz-/Bank- als auch auf Lieferanten-/Warenkreditverträge beziehen ließe. Das tatsächliche Angebot der Kreditversicherungsunternehmen ist bis heute aber primär auf Lieferanten-/Warenkredite ausgerichtet<sup>228</sup>. Zu den klassischen Produkten der Kreditversicherungsunternehmen gehört neben dieser Delkredere- auch die Kautions- und Vertrauensschadenversicherung, die ihrerseits verschiedene Untersparten umfassen. Hinsichtlich der Art sämtlicher versicherter Risiken sind Kreditversicherungsunternehmen der Nicht-Lebensversicherung bzw. Schadensversicherung zugeordnet. Hierbei waren sie infolge des aufsichtsrechtlichen Spartenprinzips aus den gezeigten Gründen als eigenständige Unternehmen zu führen, konnten also nicht in die Angebotsstruktur eines Schadenversicherers eingegliedert werden. Wenngleich dieses Gebot infolge europäischer Rechtsetzung bereits in den 1990er Jahren entfallen ist, scheint es faktisch fortzuwirken, handelt es sich doch bei Kreditversicherungs- bis heute unverändert um Spezialunternehmen<sup>229</sup>.

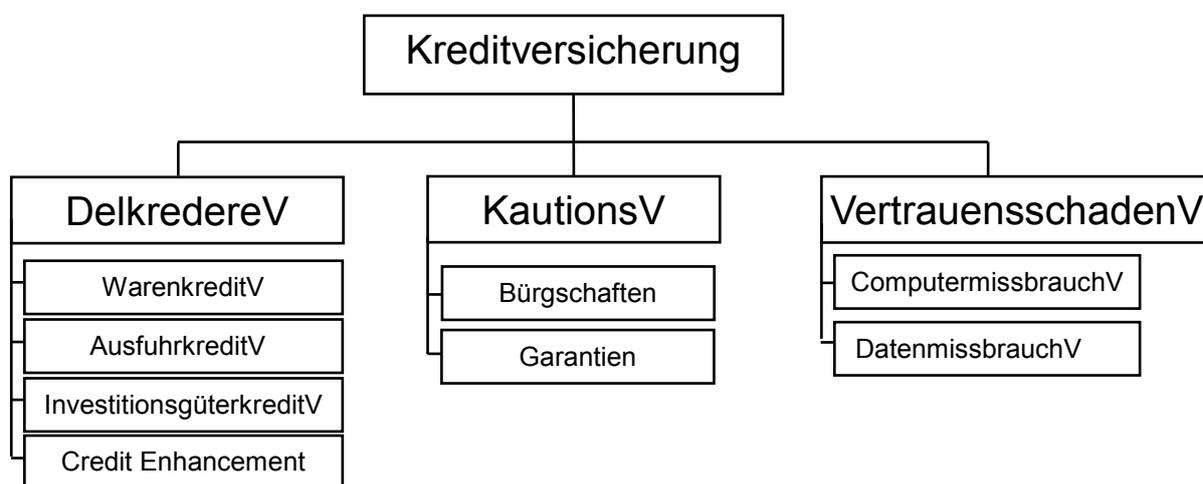


Abb. 10: Sparten der Kreditversicherung<sup>230</sup>

<sup>228</sup> Vgl. zurückhaltend zur „Finanzkreditversicherung“ aus der Frühzeit Herrmannsdorfer (1926), S. 453f.; vgl. später auch die kritischen Abwägungen bei Krauß (1970), S. 71, 202-208.

<sup>229</sup> Vgl. aktuell Farny (2011), S. 120.

<sup>230</sup> Auf die gleichberechtigte Zuordnung der Kautionsversicherung wird im Schrifttum zuweilen verzichtet, vgl. stellvertretend Meyer (1997), S. 13f., 118. Vgl. ausführlich Kossen (1996), bes. S. 35f.

Die in der Baumgraphik aufgeführten Leistungsangebote der Kreditversicherungsunternehmen<sup>231</sup> lassen sich für den deutschen Markt nach Inhalt, Zielgruppe sowie weiteren Kontraktsspezifika weiter über die Kriterien der folgenden Tabelle charakterisieren.

Verglichen mit den traditionellen Leistungsangeboten, auf welche sich die nachfolgende Tabelle ausgehend von Teilkapitel 2.2.3.3.3 konzentriert, hat sich das Leistungsspektrum der Kreditversicherungsunternehmen im Zeitablauf durchaus erweitert. Zu den weiteren Leistungsbündeln, die Unternehmenskunden (seit Mitte des 20. Jahrhunderts) offeriert werden, gehören *Protracted-Default-Kontrakte*. Sie sind dadurch charakterisiert, dass reine Fristüberschreitungen eines (Lieferantenkredit-)Schuldners die Leistungspflicht des Kreditversicherers gegenüber dem versicherten Lieferantenkreditgläubiger auslösen<sup>232</sup>. Unabhängig davon, dass die Verspätung als Insolvenzindikator verstanden werden kann, erhält der Versicherungsnehmer so einen Schutz, der neben dem Kredit- auch ein Liquiditätsrisiko (in Form des Terminrisikos) umfasst<sup>233</sup>. Neben dem insoweit erweiterten Versicherungsschutz übernimmt ein Versicherungsgeber von *Protracted-default-Kontrakten* typischerweise auch bestimmte administrative Funktionen vom Ursprungsgläubiger: Aus dem Interesse heraus, möglichst schon vor dem Verzug/Versicherungsfall über Zahlungsschwierigkeiten informiert zu sein, besteht für die Sicherungsgeber Anlass, das Inkasso zu übernehmen<sup>234</sup>. Analog geht das Leistungsangebot der Kreditversicherungsunternehmen schon heute über den gezeigten Katalog hinaus. Gerade angesichts der Rolle von Kreditrisiken im Rahmen der Finanzmarktkrise ist davon auszugehen, dass weitere Leistungsinnovationen in absehbarer Zeit hinzukommen.

---

<sup>231</sup> Analog zur in der vorherigen Fußnote hervorgehobenen Kautionsversicherung vgl. zum hier ebenfalls nicht vertieften Zweig der Vertrauensschadenversicherung ausführlich etwa Bergeest (1981); Koch (2005); Koch (2006).

<sup>232</sup> Vgl. seinerzeit Karrer (1957), S. 80f. (m.w.N.); aus jüngerer Zeit einführend Claire (2004), S. 29.

<sup>233</sup> Vgl. Jones (2010), bes. S. 7f., 21, 25.

<sup>234</sup> Vgl. Beuter (1988), S. 415.

Bezeichnung	Inhalt des Versicherungsvertrages	Zielgruppe	Marktvolumen (Deutschland)	Voraussetzung für Versicherungsschutz	Umfang des Versicherungsschutzes	Prämienkalkulation	Laufzeit	Besonderheiten
1 Delkredereversicherung	DelkredereV deckt/begrenzt wirtschaftliches Bonitätsrisiko des VN, dass diesem aus der <b>Lieferantenkreditgewährung</b> infolge von Ausfällen seiner Kunden/Lieferantenkreditnehmer entsteht, indem er sonst nicht oder nur kaum besicherten Forderungen aus Warenlieferungen und Leistungen versichert.	VN: <b>Unternehmen</b> , die Lieferantenkreditforderungen <b>gegen andere Unternehmen</b> haben.  Kreditforderungen aus <b>Finanzkrediten</b> sind <b>nicht</b> Gegenstand der Delkredereversicherung  Forderungen gegen freiberuflich tätige Personen, staatliche Institutionen und Privatpersonen sind nicht Gegenstand der Delkredereversicherung.	<b>Großte Sparte</b> Deckungsvolumen 2011 (Stand Dez. für 3. Quartal): ca. 340 Mrd. €  Gesamte Bruttobeiträge 2011 (Stand Dez. für 3. Quartal): ca. 650 Mio. €	Zwecks Risikomessung und Prämienkalkulation gibt VN noch vor Abschluss des Versicherungsvertrages eine <b>Vordeklaration</b> ab. Inhalt: Angaben zu Art des zu versichernden Geschäftes, der Branche der Abnehmer, zu Jahresumsätzen, Anzahl der Kunden, Forderungsausfällen der letzten Jahre usw.  Zur Berechnung der zu zahlenden Prämie ist der VN zudem verpflichtet, eine ordnungsgemäße <b>Saldenmeldung</b> rechtzeitig beim VG vorzulegen.	VG unterstützt bei der <b>Schadenverhütung</b> (Prüfung und Überwachung der Bonität der Abnehmer des VN) und Schadenverminderung (Unterlegung durch Sicherheiten) und ersetzt bei Eintritt des Schadensfalls den Forderungsausfall, ( <b>Schadenvergütung</b> ).	Multiplikation eines Prämiensatzes mit den Monatsultimo bestehenden versicherten Forderungen des VN. <b>Prämienersatz</b> wird individuell kalkuliert mit je einem Anteil für das zu deckende Risiko und für Kosten beim VG. VG legt zunächst branchenspezifischen Basisprämienersatz fest; dazu kommen Auf- / Abschläge je nach besonderer Risikolage (Bonität, Zahlungsziele etc.), Verwaltungsaufwand sowie Einzelabreden mit dem VN.	<b>Kurz-/mittelfristig:</b> Versicherungsschutz für Forderungen mit einer Laufzeit von bis zu 5 Jahren.	
11 Warenkreditversicherung	VG sichert vergebene <b>Lieferantenkredite</b> des VN aus dem kurzfristigen revolvingierenden Waren- und Dienstleistungsgeschäft im Inland gegen Forderungsausfälle durch Zahlungsumfähigkeit der Kunden ab.  VG ersetzt dem VN Ausfälle aus Forderungen, die während der Laufzeit des Versicherungsvertrages entstehen.	(produzierende) <b>Unternehmen</b>	k. A.	Ordnungsgemäße und rechtzeitige <b>Saldenmeldung</b> des VN und Darlegung des zu betreibenden Debitorenmanagements in der <b>Vordeklaration</b> .  Versicherungsschutz für einzelne Warenkredite erst dann, wenn der VG dem VN zu einem bestimmten Kunden ein <b>Kreditlimit</b> erteilt hat. Dies erfolgt nach Prüfung der Risiken und der Kreditentscheidung beim VG durch Übersendung eines formellen Dokuments an den VN.	Schutz besteht nur für fakturierte, <b>vertraglich begründete Lieferantenkreditforderungen</b> , die i. R. des regelmäßigen Geschäftsbetriebes des VN entstanden sind. Schutz beginnt bei Warenlieferungen ab Versendung, bei Werk- und Dienstleistungen ab Leistung.  Kreditlimit bezeichnet die Obergrenze, bis zu der Versicherungsschutz besteht.	Prämie richtet sich <b>nach der Höhe der offenen Forderungen</b> am Monatsende und wird auf Basis der Informationen aus der Vordeklaration kalkuliert.  Prämie unterliegt gesetzlicher Versicherungssteuer und ist unverzüglich zu bezahlen. Der VN garantiert dem VG ggf. eine Mindestprämie pro Versicherungsjahr.	<b>Eher kurzfristig:</b> Versicherungsschutz für kurzfrist. Handelsgeschäfte, bes. Lieferantenkredite mit Zahlungszielen unter 1 Jahr.	<b>Kernpunkt credit event:</b> Versicherungsfall kann schon dann eintreten, wenn Inlandskunden mit Bedienung/Tilgung des Lieferantenkredits gegenüber Zahlungsziel zwei Monate im Rückstand.

Bezeichnung	Inhalt des Versicherungsvertrages	Zielgruppe	Marktvolumen	Voraussetzung für Versicherungsschutz	Umfang des Versicherungsschutzes	Prämienkalkulation	Laufzeit	Besonderheiten
12 Ausfuhrkreditversicherung	VG versichert Forderungen aus <b>Warenlieferungen</b> sowie <b>Dienst- und Werkleistungen aus der Ausfuhr deutscher Exporteure gegen die Zahlungsfähigkeit ausländischer Kunden</b> . Absicherung des kurzfristigen revolvierenden Warengeschäfts sowie auch Deckung mittelfristiger Investitionsgeschäfte.  Konzentration auf <b>wirtschaftliche</b> Risiken, Deckung der politischen Risiken ist Gegenstand der staatlichen Exportkreditversicherung.	<b>Inländische</b> Exportunternehmen und Finanzinstitute	k. A.	Versicherungsschutz für Forderungen aus Lieferung und Leistung, sobald der VG für den Kunden des VN durch die <b>Kreditmitteilung</b> eine Versicherungssumme (Kreditlimit) festgesetzt  VN ist außerdem verpflichtet, die für die Prämienberechnung erforderlichen Angaben ordnungsgemäß und rechtzeitig beim VG vorzulegen.	Schutz besteht nur für fakturierte, <b>vertraglich begründete Lieferan- tekkreditforderungen</b> , die i. R. des regelmäßigen Geschäftsbetriebes des VN entstanden sind. Schutz beginnt bei Warenlieferungen ab Versendung, bei Werk- und Dienstleistungen ab Leistung.  Kreditlimit bezeichnet die Obergrenze, bis zu der Versicherungsschutz besteht.	Üblicherweise <b>Umsatzprämie</b> (fester Prämien- satz für eine regelmäßige Laufzeit der Forderungen, z. B. für die ersten 4 Monate sowie für jeden weiteren Monat eine Folgeprämie).  Bei sehr kurzfristigen Zahlungszielen (<30 Tage) würde Prämie durch zufällige Schwankungen verzerrt und wird daher nicht anhand der Ultimosalden, sondern auf die monatlichen Umsätze des pot. Kunden berechnet.	<b>Eher kurzfristig:</b> Versicherungsschutz für kurzfristige bis mittelfristige Handelsge- schäfte / Lieferan- tenkredite mit Zahlungs- zielen unter 1 Jahr.	<b>Länderrisiko</b> bei Risiko- messung und -steuerung der Beteiligten zusätzlich zu beachten.
13 Investitions- güterkredit- versicherung	VG sichert mittel- bis lang- fristige Forderungen aus der Lieferung von <b>mobilen Investitionsgütern</b> an gewerbliche Endabnehmer (aus Investiti- onsgüterverkäufen, aber z. B. auch aus Leasinggeschäften), gegen Ausfälle der Vertrags- partner des VN ab.	<b>Investitionsüter- hersteller</b> , Leasing- gesellschaften und Finanzinstitute	k. A.	VN muss dem VG alle ihm bei Beantragung des Versi- cherungsschutzes bekannten und ihm danach bekannt werdenden <b>Informationen</b> zuleiten, die für dessen Risikomessung, -bewertung und -steuerung relevant sind.	Versicherungsschutz: <b>geschuldeter Kaufpreis</b> zzgl. vereinbarter Kre- dit- / Frachtkosten abzgl. etwaiger Voraus- / Anzahlungen. Schutz beginnt bereits vor der Fakturierung, nicht jedoch vor dem in der Kreditmitteilung genannten Termin.	Mindestprämie pro Versicherungsjahr wird vom VN garantiert.	<b>Kurz- / mittelfristig:</b> Versichert werden mittel- fristige Forde- rungen mit Laufzeiten bis zu 5 Jahren	<b>Varianten:</b> Längere Zahlungsziele mit Raten- zahlung; Absicherung Fabrikationsri- siko über Delkrederri- siko hinaus.
14 Credit En- hancement	Bürgerschaftsähnliche Verbes- serung der Kreditwürdigkeit, auch durch Bereitstellung zusätzlicher Sicherheiten / Minderung der Risiken aus dem Forderungspool, durch externen Dritten (VG), indem er selbst Teile des Risikos übernimmt.	strukturierende <b>Banken</b> , Ankauf- gesellschaften, Originatoren.	k. A.	Sicherungszusage oder Garantie, durch z. B. einen <b>Letter of Credit</b> (Akkreditiv) der Versicherungsgesell- schaft.	Frei <b>verhandelbare</b> , anteilige oder vollstän- dige Deckung von (möglichen) Kreditvo- lumina durch Stellung von Garantien, Swaps, Liquiditätsfazilitäten (backup-line).	Durchschnittlicher Außenstand oder Ankaufbetrag pro Vertragsjahr x Prämien- satz p. a.	<b>Kurz- bis langfristig:</b> Laufzeiten zwischen 1 und 7 Jahren mit Kündigungs- möglichkeit jeweils zum Jahresende oder nach Entschädi- gung.	Besicherungs- qualität unab- hängig von der des Forde- rungsverkäu- fers / Pools. Bonitätsver- schlechterung Sicherungsge- ber mgl.

Bezeichnung	Inhalt des Versicherungsvertrages	Zielgruppe	Marktvolumen	Voraussetzung für Versicherungsschutz	Umfang des Versicherungsschutzes	Prämienkalkulation	Laufzeit	Besonderheiten
2 Kautionsversicherung	VG übernimmt <i>Avale</i> (Garantien, Bürgschaften und sonstige Haftungserklärungen) für die Verpflichtungen der VN zugunsten ihrer in- und ausländischen Vertragspartner.	<b>Unternehmen</b> (Einzelkaufleute, Personengesellschaften, juristische Personen, auch Kleingewerbetreibende und geschäftlich tätige Privatpersonen).	<b>Zweitgrößte</b> Sparte Deckungsvolumen 2011 (Stand Dez. für 3. Quartal): ca. 33 Mrd. € (nur Bürgschaften) Gesamte Bruttobeiträge 2011 (Stand Dez. für 3. Quartal): ca. 333 Mio. € Großteil des Prämienvolumens in den USA verbucht.	VN legt unverzüglich nach Fertigstellung seines <b>Jahresabschluss</b> mit etwaigem Prüfungsbericht dem VG vor. VG wird kontinuierlich über weitere <b>Kreditabsprachen</b> und wesentliche Änderungen informiert. Ohne vorherige Info des VG räumt VN auch künftig keinem Dritten Sicherheiten an seinem Vermögen ein.	VG verpflichtet sich im Namen des VN gegenüber <b>Avalgläubigern</b> , bei Vorliegen der in den Verträgen genannten Voraussetzungen Zahlung zu leisten.	Entsprechend <b>Laufzeit</b> und <b>Betrag</b> des Avals.	Eher <b>kurzfristig</b> , da i. d. R. 1 Jahr.	I. d. R. keine Anrechnung des Bürgschaftsvolumens auf Kreditlinie bei der Hausbank und somit weitung des Finanzierungszeitraums.
3 Vertrauensschadenversicherung	VG bietet Absicherung von Unternehmen gegen entstandene <b>Vermögensschäden</b> , verursacht durch vorsätzliche Handlungen der Betriebsangehörigen oder anderen Vertrauenspersonen. <b>Schadenursache</b> : Handlungen, die nach den gesetzlichen Bestimmungen über unerlaubte Handlungen zum Schadensersatz verpflichten (u. a. Betrug, Computermanipulation, Diebstahl, Unterschlagung, Untreue, Urkundenfälschung).	<b>Unternehmen</b>	<b>Kleinste</b> Sparte Gesamte Bruttobeiträge 2011 (Stand Dez. für 3. Quartal): ca. 136 Mio. €	Entschädigung setzt voraus, dass Sachverhalt in vorliegenden Unternehmens- oder behördlichen Ermittlungunterlagen dokumentiert ist.	Versicherung deckt <b>Vermögensminderungen</b> durch Handlungen der im Vertrag erfassten Personen. Neben dem Ersatz entstandener Schäden gedeckt: • externe Schadenermittlungs- / Rechtsverfolgungskosten (max. 20 % des versicherten Schadens); • zusätzliche interne Schadenermittlungs- / Rechtsverfolgungskosten (max. 2 % des vers. Schadens). Nicht gedeckt: Mittelbare / Folgeschäden (z. B. Produktionsausfall nach Sabotage einer Maschine).	<b>Versicherungsprämie</b> abhängig u. a. von • Geschäftstätigkeit, • Individuellem Sicherheitskonzept, • Mitarbeiterstruktur, • Anzahl Vertrauenspersonen beim VN sowie • Höhe der Versicherungssumme, • Höhe der Selbstbeteiligung lt. Vertrag.	<b>Kurzfristig</b> : Versicherungsperiode umfasst i. d. R. 1 Jahr. Während der Vertragslaufzeit neu hinzukommende Vertrauenspersonen i. d. R. mit Aufnahme ihrer Tätigkeit für lfd. Versicherungsjahr prämiertfrei in lfd. Vertrag inkludiert.	

Bezeichnung	Inhalt des Versicherungsvertrages	Zielgruppe	Marktvolumen	Voraussetzung für Versicherungsschutz	Umfang des Versicherungsschutzes	Prämienkalkulation	Laufzeit	Besonderheiten
31 Computermissbrauchversicherung	VG schützt VN in seiner Funktion als <b>Arbeitgeber</b> vor Vermögensschäden, die im Rahmen von <b>Daten- bzw. Softwaremanipulationen</b> unmittelbar durch bei ihm angestellte <b>Mitarbeiter</b> (Vertrauenspersonen), während der Vertragslaufzeit verursacht werden.	<b>Unternehmen</b>	k. A.	Vorsätzliche ungerechtfertigte Bereicherung aus dem Vermögen des Versicherten.	Im Falle der Manipulation (Herstellen, Verändern, Beschädigen, Vernichten oder Löschen von Programmen, Datenträgern oder gespeicherten Daten) ist abgedeckt: Der durch vorsätzliche und rechtswidrige Bereicherung vom Schädiger <b>entwendete/zerstörte Geldbetrag oder Vermögenswert</b> des VN sowie die zur Wiederherstellung des Urzustandes zusätzlich anfallenden <b>Kosten</b> .	Weniger Ableitung aus festen Tarifen denn aus individuellen Verhandlungen.	<b>Kurzfristig</b> , da i. d. R. ein Jahr.	
32 Datenmissbrauchversicherung	VG versichert <b>Vermögensschäden</b> , die dem VN von <b>außenstehenden</b> Dritten (betriebsfremden Personen) zugefügt werden, die sich durch Missbrauch der EDV vorsätzlich ungerechtfertigt bereichern wollen.	<b>Unternehmen</b>	k. A.	<b>Ersatzpflicht</b> , wenn Vermögensschaden durch vorsätzliche rechtswidrige Bereicherung während der Vertragslaufzeit entstanden. Schadenhöhe muss nachvollziehbar, Täter de iure zum Schadenersatz verpflichtet sein.	Versicherte Tatbestände analog zu 31. Kein Versicherungsschutz bei reiner Sachbeschädigung ohne Bereicherungssabicht (z. B. vorsätzliche Schädigung per Datenlöschung), da bei Schäden an Hard-/ Software kaum feststellbar, ob Anwendungsfehler (von Mitarbeitern) des VN oder Einwirkung Externer vorliegt.	Wie 31.	Wie 31.	Umfasst u. a. Schäden durch externe Computerkriminalität („Hacker“).

Tab. 1: Typologie der Leistungsangebote der Kreditversicherungsunternehmen<sup>235</sup>

<sup>235</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Ciupke (2008), passim; Koch (2005/2006); Meyer (1997), passim; Wittchen (1995), passim; www.eulerhermes.de. Zahlenangaben entnommen aus Meurer (2011a/b). Die Autoren danken ferner Herrn Christian Haas, Prokurist | Leiter Financial Services der Coface Kreditversicherung AG, für ausführliche Hinweise im Rahmen des Gesprächs am 22.08.2011.

### 3.1.3.2 Kreditversicherung unverbriefter grenzüberschreitender Forderungen durch Sonderinstitutionen

Festzuhalten ist damit nochmals: Kreditversicherung ist an sich auch für reine Finanzkredite möglich. Ungeachtet dessen wird sie im deutschen Rechtsraum im Einklang mit der Historie mit Ausfallrisiken aus Lieferantenkrediten nicht nur assoziiert, sondern ganz überwiegend auch rechtswirksam darauf beschränkt. In dieser Abgrenzung ist sie daher auch Gegenstand der folgenden Ausführungen.

Neben Finanzkrediten sind darüber hinaus weitere Sonderfälle auszuklammern, nämlich nicht privatwirtschaftlich ausgerichtete Übernahmen von Delkredererisiken aus Lieferantenkrediten. Diese sind Gegenstand der *staatlichen* Ausfuhr- oder Exportkreditversicherung. Weil hierüber staatliche Institutionen spezifische Marktprozesse anstoßen und Einfluss auf die (Unternehmen der) Kreditversicherungswirtschaft ausüben, der überdies im Kontext mit den abschließend angesprochenen Regulierungsfragen zu sehen ist, wird diese besondere Kreditversicherungsform hiernach kurz dargestellt. Die betreffenden Ausführungen haben gemessen am Fokus dieser gesamten Arbeit eher den Charakter eines Exkurses, der gleichwohl schon deswegen notwendig erscheint, da die hierunter gefasste Funktion der Kreditversicherung zumindest zeitweise eine überaus dominierende Rolle gespielt hat<sup>236</sup>.

Wie bereits dargestellt, können in einer Welt unvollständigen und ungleich verteilten Wissens die von Akteuren empfundenen Wissensdefizite so bedeutend sein, dass sie sie davon abhalten, bestimmte Transaktionen abzuschließen. Typisch ist das gerade für grenzüberschreitende Tauschakte: Relevant für die Chance/Risiko-Position einer Transaktion sind aus Sicht einer inländischen Unternehmung zum einen die Risikoarten, die auch im Inlandsgeschäft zu beachten sind, darunter das Delkredererisiko des Schuldnerunternehmens per se. Schon dessen Messung und Steuerung wird im Auslandsgeschäft dadurch erschwert, dass die nötigen Informationen – infolge der Entfernung, anderer Rechtsordnungen, politischer Systeme, Sprachen, Kulturen u. v. m. – quantitativ und qualitativ dürftiger ausfallen. Hinzu kommen für das Auslandsgeschäft spezifische Risiken, d. h.

---

<sup>236</sup> Vgl. stellvertretend für dahingehende frühzeitige Einschätzungen Herrmannsdorfer (1926), S. 440; sowie aktuell analog Lai/Soumaré (2004), S. 21.

Länder- und Wechselkursrisiko<sup>237</sup>. Hierbei überlagert das Länderrisiko das unternehmerische Bonitätsrisiko insofern, als gesamtwirtschaftliche oder/ und politische Prozesse den Kapitaldienst auch bonitätsmäßig einwandfreier Auslandsschuldner beschädigen können. Die Folge ist eine sogenannte sovereign ceiling, nach der die Bonität eines Tauschpartners nicht besser sein kann als die seines (Sitz-)Landes<sup>238</sup>. Eine Möglichkeit zum Transfer der Risiken kann daher geeignet und ggf. sogar zwingend nötig sein, um inländische Unternehmen zur Unterhaltung von Geschäftsbeziehungen samt Lieferantenkreditvergaben gegenüber Auslandskunden anzureizen. Die Unternehmen der privaten Kreditversicherungswirtschaft haben sich diesbezüglich traditionell auf bestimmte wirtschaftliche Risiken fokussiert<sup>239</sup>. Für die Deckung der verbleibenden Risiken war insofern eine ergänzende Lösung vonnöten. Diese wurde in Gestalt der staatlichen Kreditversicherung institutionalisiert.

„Wesentliche Aufgabe der staatlichen Kreditversicherung ist es, das umfassende Kreditrisiko – also das politische und das kommerzielle Risiko – dort abzudecken, wo die Absicherung des wirtschaftlichen Risikos allein nicht ausreicht.“<sup>240</sup> Indes rechtfertigt die Insuffizienz dieser Deckung noch nicht, dass der Staat interveniert. Hierzu bedarf es vielmehr des Nachweises, dass er die effizienteste aller effektiven Lösungen zur Behebung eines Missstandes liefern kann. Im Kontext der staatlichen Kreditversicherung wird dieser Missstand dort gesehen, wo Informationsasymmetrien auf Seiten potentieller Lieferantenkreditgeber so ausgeprägt sind, dass das institutionelle Gefüge um eine spezifische staatliche Institution ergänzt werden muss, die von den Marktteilnehmern sonst nicht angeboten wird und daher Exporteure von wünschenswerten Transaktionen abhält. Staatliche (Export-)Kreditversicherung ist daher „an undertaking by a government to

---

<sup>237</sup> Vgl. prägnant Eistert (1997), S. 1681. Für eine ausführliche Auseinandersetzung mit Risiken des Auslandsgeschäfts vgl. darüber hinaus Bröder (2006).

<sup>238</sup> Vgl. ausführlich Kräussl (2003), hier S. 32f.

<sup>239</sup> Die (private) Ausfuhrkreditversicherung wurde in Deutschland erstmalig durch Bremer Kaufleute praktiziert, die 1857 den *Creditversicherungsverein in Bremen* gründeten, der sich auf die Übernahme des wirtschaftlichen Ausfallrisikos bei Exportkreditgeschäften fokussierte, vgl. einleitend Pörschke (1991), S. 3f. Vgl. zur (Kautions-)Versicherung von Außenhandelsgeschäften zudem Eistert (1997), bes. S. 1682f.

<sup>240</sup> Meyer (1997), S. 72.

insure an exporter against certain risks, on payment of a premium, *which ordinarily would not be assumed by a private firm*<sup>241</sup>.

Aufgrund der Eigenschaften der zu versichernden Risiken sowie der Interessen und der Wissensbestände und -defizite der Risikonehmer hat sich hierfür eine klassische Arbeits- und Risikoteilung herausgebildet:

- Wirtschaftliche Risiken aus Lieferantenkrediten des Exportgeschäfts unterscheiden sich nicht grundsätzlich von denen des Inlandsgeschäfts und können daher auch von privaten Kreditversicherungsunternehmen übernommen werden<sup>242</sup>.
- Politische Risiken (wie Kriege, Revolutionen, Blockaden, Enteignungen, Zahlungsverbote, Moratorien) sind hingegen so schwer kalkulierbar und bei Eintritt so flächendeckend, dass ihre Antizipation und Messung politischen Akteuren vorbehalten bleibt<sup>243</sup>, die einerseits ein politisches Interesse am Zustandekommen der Verträge und andererseits größere Expertise in der Einschätzung der in politischen Systemen, Prozessen und Akteuren liegenden Risiken aufweisen.

Besagtes Interesse der öffentlichen Hand kann dabei innen- ebenso wie außenpolitischer Art sein, können doch von den Transaktionen, die durch staatliche Versicherung erst ermöglicht werden, sowohl die inländische Export- als auch die Importwirtschaft eines anderen Landes – und mithin die zwischenstaatliche Beziehung zwischen zwei Ländern – beeinflusst werden. Da insoweit politische Zielsetzungen die Versicherungsentscheidungen zumindest mitbeeinflussen<sup>244</sup>, folgen diese in Entstehung wie Ergebnis nicht allein ökonomischen Prinzipien. Ferner ist so erklärlich, warum entscheidende Impulse für den institutionellen Wandel in Form von staatlichen Kreditversicherungen in den Nachkriegszeiträumen des 20. Jahrhunderts entstanden<sup>245</sup>, waren dies doch Zeiten besonders ausgeprägter Stützungsnotwendigkeiten ebenso wie Unsicherheiten: Neben die auch objektiv fundamental unsicheren gesamtwirtschaftlichen Perspektiven aus

---

<sup>241</sup> Dietrich (1935), S. 236 (andere Hervorh. im Original). Vgl. ähnlich seinerzeit auch bei Lautenbach (1926), S. 149f.

<sup>242</sup> Vgl. prägnant Lenz (1990), S. 18.

<sup>243</sup> Vgl. ausführlich v. Kageneck (1991), S. 26f.; später u.a. Baumann (1966), S. 22.

<sup>244</sup> Vgl. entsprechend etwa Krauß (1970), S. 62-64.

<sup>245</sup> Vgl. nach dem I. Weltkrieg mit Betonung der britischen Pionierrolle ab 1919 ausführlich die Retrospektive von Dietrich (1935); für die deutsche, aber ebenfalls ausgehend von der britischen Position analog Lautenbach (1926). Vgl. nach dem II. Weltkrieg stellvertretend Habicht (1950).

inländischer wie ausländischer Sicht trat ein auf die Kriegsjahre zurückzuführendes Misstrauen.

In Deutschland ist die Bundesregierung seit dem 26. August 1949 gesetzlich ermächtigt, Risiken aus Sicherheitsleistungen und Gewährleistungen für Ausfuhrgeschäfte in den Bundeshaushalt zu übernehmen<sup>246</sup>. Zuständig für die Vergabe von entsprechenden „Garantien und Bürgschaften der Bundesrepublik Deutschland zur Sicherung privater Exportkredite“<sup>247</sup> war und ist die *Euler Hermes Kreditversicherung AG*, die diese Aufgabe neben ihrem privatwirtschaftlichen Versicherungsgeschäft als Mandatar der Bundesrepublik übernimmt. Da *Euler Hermes* in diesem Spezialfall nicht als Risikoträger agiert, gilt sie diesbezüglich nicht als Versicherer, sondern als Mandatar des Bundes, das Gesamtkonstrukt als „Rechtsgeschäft sui generis“<sup>248</sup>. Ursprünglich wurden „Hermes-Deckungen“ nur für Lieferantenkredite gewährt. Seit Anfang der 1960er Jahre sind im Interesse der Exportförderung indes auch gebundene Finanzkredite absicherbar<sup>249</sup>.

In der Regel deckt die staatliche Exportkreditversicherung dabei politische und wirtschaftliche Risiken kombiniert ab. Analog zu anderen Versicherungsverhältnissen beeinflussen neben diesem Deckungsumfang insbesondere der Auftragswert des Exportgeschäfts, die Laufzeit (des Lieferantenkredits), die Bonität des Lieferantenkreditnehmers sowie die seines Sitzlandes das übernommene Kreditrisiko<sup>250</sup>.

Die Beschränkung privater Kreditversicherungsunternehmen auf das Delkredererisiko bzw. Verträge, denen die Erbringung von Warenlieferungen oder Dienstleistungen zugrunde liegen, gilt demnach für die staatliche Kreditversicherung bereits weniger streng. Noch weiter gehen Kreditversicherungsunternehmen i. w. S., die sich explizit auf die Absicherung von Kreditrisiken aus Finanzkrediten spezialisiert haben. Angesichts dessen, dass die zugrundeliegenden Finanz(markt)kredite sogar (in Teilschuldverschreibungen) verbrieft sind, werden diese Spezialversicherer als *bond insurer* (Anleiheversicherer) bezeichnet.

---

<sup>246</sup> Vgl. seinerzeit Habicht (1950), S. 314.

<sup>247</sup> Von Kageneck (1991), S. 17. Vgl. auch Sieg (1990), S. 522f.; Lenz (1990), S. 18f.

<sup>248</sup> Vgl. Fahr/Kaulbach/Bähr (2007), § 1, Rdnr. 36. Für eine entsprechende Bewertung der Marktprozesse rund um die „Hermes-Deckungen“ aus Finanzierungssicht vgl. auch Lenz (1990); sowie aktuell etwa Wöhe et al. (2009), S. 217-220, Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 415-417.

<sup>249</sup> Stolzenburg (1992), S. 23.

<sup>250</sup> Vgl. einführend Euler Hermes (2010), S. 17; im aktuellen Krisenkontext auch Flämig (2011).

### 3.1.3.3 Kreditversicherung verbriefter Forderungen

Auch ein bond insurer sichert die Ansprüche eines Kreditgebers – hier des Inhaber von Teilschuldverschreibungen einer Anleiheemission – gegen die Gefahr des Ausfalls des Kreditnehmers – hier des Anleiheemittenten –, indem er „promises to step in and make timely payments to the bondholder in the event of a default“<sup>251</sup>. Bond Insurance wurde erstmals in den USA im Jahr 1971 von der Versicherungsgesellschaft *Ambac Assurance Corp.* angeboten. Heute wird die Bond Insurance vornehmlich in dem amerikanischen Markt für Kommunalobligationen angewendet, aber auch im Bereich der strukturierten Finanzprodukte sowie im Bereich der Projektfinanzierung<sup>252</sup>. Im Grundsatz handelt es sich um Zahlungsverprechen eines Versicherungsunternehmens gegenüber dem Inhaber von Teilschuldverschreibungen einer Anleiheemission, etwaige Forderungsausfälle infolge der Zahlungsunfähigkeit (Default) des Anleiheemittenten zu übernehmen. Die so gedeckten Forderungen des Investors umfassen dabei die zum Default-Zeitpunkt ausstehenden Zins- sowie Tilgungsleistungen, womit “bond insurance transfers credit risk and liquidity risk from the investor to the insurer. [...] Investors in insured bonds are insulated from credit risk because they can depend on the insurer to make timely payment of scheduled principal and interest”<sup>253</sup>.

Bond insurance kann sowohl vom Ursprungsschuldner (Anleiheemittenten) als auch vom Gläubiger (Anleiheinvestor) einer Schuldverschreibung erworben werden. Im ersten Fall versichert der Emittent die gesamte Erstemission (Primärmarkt) gegen Zahlung der Versicherungsprämie und erzielt so eine Verbesserung der durchschnittlichen Gläubigerposition. Im Austausch dafür erwartet der Emittent eine Verringerung der Kreditrisikoprämien bzw. Renditeforderungen der Anleiheinvestoren, mithin sinkende Couponzahlungen bzw. Kapitalkosten<sup>254</sup>. Das credit enhancement einer Anleiheemission durch bond insurance kann als unsichere Investition für den Emittenten aufgefasst werden, da er zum Zeitpunkt der Emission definitiv eine Prämienauszahlung verzeichnet, die – infolge einer besser

---

<sup>251</sup> Nanda/Singh (2004), S. 2253.

<sup>252</sup> Vgl. einführend etwa Standard & Poor's (2006); Baily/Litan/Johnson (2008), S. 32.

<sup>253</sup> Moore et al. (2002), S. 7; und ebda., S. 2: "Bond insurance is an insurance policy that provides a guarantee of payment of scheduled principal and interest over the life of the insured bonds should the issuer default". Vgl. auch Gore/Sachs/Trzcinka (2004), hier S. 276.

<sup>254</sup> Vgl. Kidwell/Sorensen/Wachowicz (1987), S. 299f.

bewerteten Zahlungswahrscheinlichkeit aus Gläubigersicht und entsprechend sinkender Risikoprämien – erst zu einem späteren Zeitpunkt zu Minderauszahlungen führen kann. Folgerichtig ist eine bond insurance aus Sicht des Emittenten nur effizient, wenn die zu zahlende Versicherungsprämie den Barwert der künftigen Couponeinsparungen nicht übersteigt.

Neben dem Emittenten könnte auch der Ursprungsgläubiger (Anleiheinvestor) die bond insurance gegen Zahlung der Versicherungsprämie erwerben. In diesem Fall unterliegen nur die vom Investor gehaltenen Teilschuldverschreibungen der Versicherung (Sekundärmarkt)<sup>255</sup>. Da der Kreditrisikotransfer auf einen Dritten vom derzeitigen Anleihegläubiger initiiert wird, ist die Analogie zur Kreditversicherung i. e. S. offenkundig. Der fundamentale Unterschied liegt darin, dass bond insurance ihrem Namen entsprechend für verbrieft Forderungen reserviert ist, bei denen es sich überdies primär um Finanz- und nicht um Lieferantenkredite handelt. Überdies werden bond insurers anders als klassische Kreditversicherer selbener von Kreditgebern im Rahmen ihrer Kreditrisikosteuerung engagiert als vom Kreditverbesserung anstrebenden Kreditnehmer. Dieser versucht, durch Maßnahmen des credit enhancement generell und durch die Hinzunahme eines bond insurers speziell die Rendite-Risiko-Position attraktiver erscheinen zu lassen, die er Anleihezeichnern offeriert, und so die Absatzbarkeit einer Emission zu steigern: Durch die Kreditversicherung „erhalten die Anleihegläubiger eine zusätzliche Sicherheit. Für die Unternehmen hat das den Vorteil, daß *durch den Abschluß der Kreditversicherung die Anleihe leichter vom Publikum aufgenommen wird*“<sup>256</sup>.

Insofern kann auch diese Sonderform der Kreditversicherung als Maßnahme der Absatzfinanzierung verstanden werden: Eine Anleiheemission lässt sich als Beschaffung von Fremdmitteln auffassen, aber auch als Absatz einer festverzinslichen Anlagemöglichkeit an Investoren. Ihre Ausgestaltung durch Preis-/Produkt-, Vertriebs- und Kommunikationspolitik im Allgemeinen und mit bonitätsgerichteten Zusatzversprechen im Besonderen dient im Rahmen dieser Perspektive der „Überwindung der zwischen

---

<sup>255</sup> Vgl. Moore et al. (2002), S. 12.

<sup>256</sup> So prägnant bereits Herrmannsdorfer (1926), S. 442 (Hervorh. v. d. Verf.). Ausführlich zur „marketability“ einer Emission vgl. später Moore et al. (2002), passim, bes. S. ii, 5, 7, 12.

Kapitalnachfrage und Kapitalangebot bestehenden Marktwiderstände<sup>257</sup> im Sinne eines Finanzmarketing<sup>258</sup>.

Anleiheversicherung ist ex definitione Versicherungsgeschäft, beruht also auf einer ausreichenden Diversifizierung der eingegangenen Risiken im Sinne des Risikoausgleichs im Kollektiv<sup>259</sup>. Umso erstaunlicher mutet an, dass selbst die größten Unternehmen der Anleiheversicherungswirtschaft anfangs eine Art Einproduktunternehmen (Versicherung von Anleihen öffentlicher Emittenten) darstellten und ihre Risikoexposition auch später lediglich durch die Versicherung weiterer Anleihetypen bzw. Emittenten zu diversifizieren suchten<sup>260</sup>. Analog dazu, dass im deutschen Finanzsystem unverbriefte Finanzierungsformen die verbrieften traditionell bis heute dominieren, blieben Anleiheversicherungen und ihre Anbieter bis zur Finanzmarktkrise hierzulande eher eine Randerscheinung. Nicht zuletzt deswegen bleiben die Ausführungen auch im Folgenden auf die Prozesse, Strukturen und Regeln der Märkte für Versicherungen unverbriefter (Lieferanten-)Kredite fokussiert.

## 3.2 Marktopportunitäten

### 3.2.1 Überblick

Wie bereits dargestellt, umfasst die Kreditversicherung (i. e. S.) den durch den Kreditgeber initiierten Transfer bestimmter Ausfallrisiken aus einer ursprünglichen Tauschbeziehung auf eine dritte Partei. Ob und inwieweit risikosteuernde Unternehmer sich für genau diese Variante des Risikotransfers entscheiden, hängt nicht nur vom Kreditversicherungsangebot an sich, sondern auch davon ab, welche Opportunitäten dazu existieren. Gegenstand dieses Abschnitts ist daher eine detailliertere Darstellung und

---

<sup>257</sup> Süchting (1995), S. 247.

<sup>258</sup> Grundlegend zur Finanzmarketing-Konzeption vgl. die Arbeiten von JOACHIM SÜCHTING, insbesondere Süchting (1980); Süchting (1986); Süchting (1995), S. 246-256. Vgl. darauf basierend am Beispiel des Aktienmarketing ausführlich Link (1991), kompakter Link (1993), hier bes. S. 197, 208f. Vgl. analog mit besonderem Fokus auf Anleiheemissionen mittelständischer Unternehmen Horsch/Sturm (2007), hier S. 279-281.

<sup>259</sup> Vgl. grundlegend dazu aktuell Farny (2011), S. 45-50. Vgl. mit Bezug zur Kreditversicherung entsprechend Habicht (1967), S. 120; Krauß (1970), S. 48f.

<sup>260</sup> Vgl. daraufhin die kritische Einschätzung der Anleiheversicherer bereits bei Herrmannsdorfer (1926), S. 442-445 passim; sowie im Kontext der für diese Unternehmen entsprechend folgenschweren Finanzmarktkrise Brunnermeier (2009), bes. S. 88.

vergleichende Analyse von Konkurrenz- oder Substitutionsangeboten. Die Instrumente des Kreditrisikotransfers insgesamt lassen sich einteilen nach dem

- Bezugsobjekt in einzel- oder gesamtgeschäftsbezogene Instrumente;
- Transferumfang, insoweit als eine risikotragende Position insgesamt oder nur das inhärente Kreditrisiko übertragen werden können;
- Fungibilitätsgrad in verbrieft oder unverbrieft Transaktionen.

Bereits aus dieser grundlegenden Systematik werden Ähnlichkeiten und Unterschiede der Kreditversicherung im Vergleich mit anderen Instrumenten des Kreditrisikotransfers deutlich<sup>261</sup>. Aus einer Andersartigkeit folgt dabei nicht, dass keine Substitutionsbeziehungen mit anderen Transferinstrumenten bestünden. Ob und inwieweit diese existieren, hängt von den Präferenzen und Entscheidungen der Gläubiger ab, die auf einen Kreditrisikotransfer zielen. Eine solche Nachfrageverwandtschaft kennzeichnet „vorgegebene Güter, die sich in den Augen der Nachfrager gegenseitig ersetzen oder begünstigen bzw. abstoßen“<sup>262</sup>. Soweit sie um andere Instrumente wissen und sie alternativ nutzen können und wollen, ist faktische Substituierbarkeit gegeben, mit der Folge eines entsprechend erhöhten Wettbewerbsdrucks auf die Anbieter von Kreditversicherungsverträgen.

Eine denkbare Konstellation ist, dass ein vorrangig Schutz vor Kreditrisiken suchender Ursprungsgläubiger bei einem vollständigen Forderungs-transfer nebenher seine Vermögensstruktur und somit auch horizontale und vertikale Bilanzstrukturen sowie darauf bezogene Kennziffern verändern kann<sup>263</sup>. Während dies einerseits das grundsätzliche Bedrohungspotential auch wenig artverwandter Transferinstrumente zeigt, wirkt dem andererseits die spezifische Ausrichtung der Kreditversicherung entgegen: Diese findet dort Anwendung, wo Ursprungsgläubiger wie -schuldner nicht den kapitalmarktorientierten, sondern den kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) zuzuordnen sind. In diesem Fall wiederum sind bereits die für verbrieft Lösungen nötigen Volumina regelmäßig nicht generierbar<sup>264</sup>, da

---

<sup>261</sup> Vgl. Kap. 2.2.3.3.2. dieser Arbeit, in der Konzeption analog auch den Überblick bei Rudolph et al. (2007).

<sup>262</sup> Schneider (1997), S. 252.

<sup>263</sup> Vgl. auch Rudolph (2005), S. 176.

<sup>264</sup> Vgl. prägnant etwa Geilmann-Ebbert/Heine (2006), S. 1147.

die beteiligten Unternehmen wie auch die in Frage kommenden Forderungsbestände bzw. Einzelforderungen zu klein dimensioniert sind. Zudem ist davon auszugehen, dass KMU im Durchschnitt nicht in gleichem Maße wie große, kapitalmarktorientierte Unternehmen über das hierfür nötige Wissen, Wollen und Können verfügen<sup>265</sup>.

Unzweifelhaft hat sich das Spektrum der Risikotransferinstrumente im Zeitverlauf erweitert, zuletzt durch die verschiedenen Formen der Kreditderivate. Wenn auch nicht jedes Transferinstrument jedem Marktteilnehmer in jeder Kreditrisikosituation eine Alternative bietet, bedeutet die gewachsene Zahl von Handlungsmöglichkeiten dennoch einen gestiegenen Wettbewerbsdruck für traditionelle Anbieter von Kreditrisikoübernahmen wie auch Kreditversicherungsunternehmen.

Ausgehend von der Annahme, dass Kreditversicherungskontrakte mit Factoring / Forfaitierung, Asset Backed Securities sowie Kreditderivaten in Konkurrenz stehen, lässt sich das Bedrohungspotential für die Wettbewerbsposition der Kreditversicherungsunternehmen exemplarisch an quantitativen Entwicklungslinien festmachen: Auf dem Markt für Factoring, Forderungsverbriefung und Kreditderivate ergaben sich vor allem in den letzten Jahren vor der Finanzmarktkrise hohe jährliche Wachstumsraten, während die der Kreditversicherung auf vergleichsweise niedrigem Niveau stagnierten.

Durch die Finanzmarktkrise sind Kreditversicherungen und ihre Anbieter nicht fundamental in ihrer Existenz bedroht – im Gegenteil hat die Krise eher die Reputation der Kreditderivate als die der Kreditversicherungen beschädigt, woraufhin sich die krisengetriebene Regulierung auch auf erstgenannte richtet.

Dennoch besteht vor dem Hintergrund der aktuellen Marktprozesse – bis hin zu den Produktinnovationen auf den Märkten für Kreditrisikotransfer – Anlass, die Wettbewerbsposition der Kreditversicherungsunternehmen zu evaluieren. Folgerichtig wird hiernach das erkannte Spektrum gegliedert und nach den drei Hauptkriterien näher untersucht, um weitere Unterschiede und Gemeinsamkeiten von Kreditversicherungen und anderen Transferinstrumenten herauszuarbeiten.

---

<sup>265</sup> Zur Konzentration von Kreditderivaten auf wenige große, finanzmarktaffine Unternehmen vgl. stellvertretend Eichhorn/Eichhorn-Schurig (2007).

in Mio. € ( <i>Wachstum in %</i> )	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kreditversicherung Deutschland	1.096 (8,7)	1.140 (4,0)	1.288 (13,0)	1.308 (1,6)	1.374 (5,0)	1.372 (-0,1)	1.381 (0,7)	1.387 (0,4)	1.400 (0,9)	1.541 (10,0)
Factoring Deutschland	29,34 (25,1)	30,14 (2,7)	35,05 (16,3)	45,00 (28,4)	55,11 (22,5)	72,00 (31,2)	89,00 (23,1)	106,00 (19,1)	96,20 (-9,2)	129,54 (34,7)
Factoring global	686 (9,9)	724 (5,6)	760 (5,0)	860 (13,1)	1.016 (18,2)	1.133 (11,6)	1.301 (14,5)	1.324 (2,0)	1.283 (-3,1)	1.648 (28,4)
Verbriefung KMU Deutschland	14.200 (-39,8)	35.000 (146,5)	20.900 (-40,3)	14.500 (-30,6)	35.000 (141,4)	66.700 (90,6)	41.600 (-37,6)	75.700 (81,9)	34.400 (-54,6)	13.100 (-61,9)
Verbriefung KMU Europa	269.400 (59,9)	346.700 (28,7)	268.200 (-22,6)	280.800 (4,7)	407.462 (45,1)	546.000 (34,0)	675.000 (23,6)	739.100 (9,5)	426.100 (-42,3)	356.700 (-16,3)
Kreditderivate global (in Mrd. US\$)	1.200 (50,0)	2.200 (83,3)	3.800 (72,7)	8.400 (121,1)	17.100 (103,1)	34.400 (101,2)	62.200 (80,8)	38.600 (-37,9)	30.417 (-21,2)	k. A.

Tab. 2: *Wachstumsraten alternativer Risikotransferinstrumente*<sup>266</sup>

<sup>266</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Daten von GDV (2010): gebuchte Bruttobeiträge; International Factors Chain (2011): Umsatz der Factoring-Unternehmen; KfW (2011): Verbrieferungsvolumina; Kiff et al. (2009): outstanding volume.

## 3.2.2 Einzelforderungsbezogene Maßnahmen

### 3.2.2.1 Transfer der Einzelforderung als Gesamtposition

Der vollständige Transfer einer singulären Forderung vom Ursprungsgläubiger an einen Kreditrisikokäufer ist aufgrund seiner zwangsläufig nicht-diversifizierten Natur für die Einkleidung in Wertpapiere ungeeignet. Bis heute sind für diese Transaktion daher nur unverbriefte, „traditionelle“ Transfervarianten realisierbar<sup>267</sup>. Die vollständige Trennung von einem Kreditengagement wird hierbei grundsätzlich durch einen *Verkauf der offenen Forderung* realisiert, der sich je nach den Abreden der Vertragspartner und der geltenden Rechtsordnung gestalten lässt<sup>268</sup>.

Die Veräußerung noch nicht fälliger (Lieferantenkredit-)Forderungen wird als *Forfaitierung* bezeichnet, da der Risikokäufer (Forfaiteur) die einhergehenden Risiken vollständig und ohne Rückgriffsmöglichkeit auf den veräußernden Ursprungsgläubiger (à forfait = in Bausch und Bogen) erwirbt<sup>269</sup>. Der Forderungsverkauf an sich entspricht dem des später behandelten Factoring, anders als dort handelt es sich bei Forfaitierungen indes um singuläre Transaktionen, denen kein Rahmenvertrag und insoweit keine auf Langfristigkeit angelegte Geschäftsbeziehung zugrundeliegt. Wenngleich aus Marktusancen entstanden, ist die Forderungsentstehung im Exportgeschäft keine notwendige Bedingung. Sowohl hinsichtlich der Währung als auch hinsichtlich Forderungsvolumen und -laufzeit sind Forfaitierungen im Gegenteil ausgesprochen universell anwendbar, je nach Risikogehalt allerdings um Zusatzabreden wie Bankgarantien oder -avale zu ergänzen<sup>270</sup>.

---

<sup>267</sup> Vgl. für denkbare Zukunftspotentiale aber Armstrong (2003a/b).

<sup>268</sup> Vgl. für einen Überblick etwa Schilmar/Breiteneicher/Wiedenhofer (2005). Die Vollständigkeit betrifft hierbei das Eigentum am Forderungstitel sowie das Forderungsrecht; unabhängig davon verbleiben administrative Funktionen mitunter beim Ursprungsgläubiger, vgl. einfürend James (1988), S. 396-398.

<sup>269</sup> Vgl. einfürend etwa Süchting (1995), S. 236; Rudolph et al. (2007), S. 20f.

<sup>270</sup> Vgl. illustrativ Lippmann (2008), S. 294f. Avalkredite von Bankintermediären zeichnen sich dadurch aus, dass „ein Kreditinstitut *im Auftrag eines Kunden (Avalkreditnehmer)* gegenüber einem Dritten (Avalkreditbegünstigter) eine Bürgschaft oder Garantie“ übernimmt – so Bieg/Kußmaul (2009), S. 204 (Hervorh. im Original andere) –, womit sie als credit enhancement des Ursprungsschuldners, nicht als Kreditrisikosteuerung (durch -transfer) seitens des Ursprungsgläubigers einzustufen sind und daher aus dem Untersuchungsbereich dieser Arbeit herausfallen. Vgl. zur Einordnung in die Dispositionssphäre des Ursprungsschuldners auch Wöhe et al. (2009), S. 365f.; Tolkmitt (2007), S. 211f.

Während Bankintermediäre im Rahmen von Forfaitierungstransaktionen primär als Forderungs- und Risikokäufer agieren, haben sie aus der Natur ihres Geschäfts heraus ebenso ein potentielles Interesse daran, als Forderungs-/Risikoverkäufer von Einzelforderungen zu agieren. Dem Grunde nach handelt es sich bei diesen singulären *loan sales* um eine Analogie zur Forfaitierung, sofern eine *vollständige* Weitergabe der finanziellen Vermögensposition nach Abschluss des ursprünglichen Kreditvertrages erfolgt. Tatsächlich werden *loan sales* deswegen seit jeher bevorzugt ohne die Möglichkeit eines Rückgriffs auf den Ursprungsgläubiger ausgestaltet<sup>271</sup>.

Die für diese Arten von Forderungsverkäufen geltenden Marktregeln sorgen für vergleichsweise hohe Rechtsrisiken (bzw. Transaktionskosten zur Eingrenzung der Risiken) des Ursprungsgläubigers. Er hat erstens sicherzustellen, dass für die Übertragung der Forderung eine Zustimmung des Ursprungsschuldners entweder vorliegt oder aber entbehrlich ist<sup>272</sup>. Und selbst dann, wenn dem Ursprungsgläubiger der Transfer demnach *de iure* erlaubt ist, besteht zweitens die Gefahr negativer Rückkopplungseffekte: Ist der Ursprungsschuldner mit der Veräußerung nicht einverstanden, kann die entsprechende Ex-post-Überraschung unabhängig von der Rechtslage *de facto* zu einer Belastung der Geschäftsbeziehung führen.

Anders als Forfaitierungen international tätiger Nichtbanken sind *loan sales* von Banken gerade in einem Finanzsystem wie dem deutschen, das traditionell auf langfristigen Geschäftsbeziehungen zu Hausbanken basiert<sup>273</sup> mit erheblichen (Reputations-)Risiken für den Risikoverkäufer verbunden. Besonders deutlich lässt sich das daran ablesen, dass *loan sales* von Banken sogar dort zu rechtlichen Auseinandersetzungen, gestörten Geschäftsbeziehungen und einer reputationsschädlichen Aufarbeitung durch die Medien und die Politik geführt haben, wo die Geschäftsbeziehung zu den betreffenden Ursprungsschuldnern aufgrund von Leistungsstörungen auf deren Seite belastet war: Zusätzlich zu der Wertminderung der Kundenbeziehung, die durch einen solchen Non-Performing-Loan ohnehin eintritt<sup>274</sup>, haben gerade deutsche Kreditinstitute die Vernichtung

---

<sup>271</sup> Vgl. etwa James (1988), S. 398.

<sup>272</sup> Vgl. ausführlich Früh (2010), S. 1828-1837.

<sup>273</sup> Vgl. eingängig dazu Süchting (1998); Süchting/Paul (1998), S. 631-643; Krahen (2005), passim; Rudolph (2006), S. 549-556; sowie theoriebasiert Boot (2000).

<sup>274</sup> Vgl. prägnant Krahen (2005), S. 514f.

aufgebauten Vertrauenskapitals gegenüber anderen Stakeholdern als den unmittelbar betroffenen Kunden, also in der weiteren aktuellen und potentiellen Kreditkundschaft, den Medien und der Politik sowie der dadurch beeinflussten Öffentlichkeit, zu bewerten. Insbesondere kann ein zu entschlossen auf Verwertung dringendes Vorgehen des Risikokäufers auf die veräußernde Bank zurückfallen<sup>275</sup>. Wenngleich dieses Phänomen in dieser Schärfe für Nichtbanken, die Lieferantenkreditforderungen forfaitieren, aufgrund anderer Ausgangsvoraussetzungen sehr unwahrscheinlich ist, ist sein Auftreten gleichwohl nicht unmöglich. Entsprechend sollte daher ein Forderungsverkauf dann besonders kritisch bewertet werden, wenn die Forderung einer besonders jungen – und damit noch instabilen – oder besonders alten Geschäftsbeziehung, in der Forderungsverkäufe bislang nicht praktiziert worden sind, entstammt: Der Verkauf widerspricht dem Verständnis von Lieferantenkreditvergaben als Mittel zur Etablierung und Festigung von Geschäftsbeziehungen<sup>276</sup>.

Eine Möglichkeit, Ex-post-Überraschungen und einhergehende Dissonanzen zu umgehen, bestünde in einer ex ante vereinbarten Weiterreichung der Forderung in Teilen oder im Ganzen. Hiermit ist nicht nur die explizit eingeholte, rechtsverbindliche Zustimmung des Ursprungsschuldners gemeint, sondern eine unmittelbar anschließende Übertragung von Forderung und Forderungsrisiko. Traditionsreicher Realtypus dieser Transfervariante ist die *Syndizierung* von Krediten. Da sie sich primär für großvolumige Einzelforderungen eignet, wird sie primär von Bankintermediären praktiziert, eine Anwendung für (großvolumige) Lieferantenkredite wäre allerdings analog denkbar: Solche „Konzepte gemeinschaftlicher Finanzierung sind eines der ältesten Instrumente zur Finanzierung solcher in Relation zu den Möglichkeiten des Einzelnen überdimensionierter Projekte, sei es des Handels oder der Fürsten und Staaten“<sup>277</sup>. Im Ergebnis erfolgt eine Aufteilung des zu vergebenden Kreditbetrages auf mehrere Kreditgeber, die zusammen das sogenannte Konsortium bilden. Im weiteren Sinne lässt sich Kreditsyndizierung daher als ein Verfahren der Kreditvergabe bzw. Risikoüberwälzung definieren, bei der ein Kredit von mindestens zwei Gläubi-

---

<sup>275</sup> Vgl. dazu auch Horsch/Pelkofer (2011); zur Marktentwicklung in Deutschland zuvor ausführlich Ricken (2007), S. 17-22.

<sup>276</sup> Vgl. aus der einschlägigen Literatur dezidiert Summers/Wilson (2003), passim; sowie ergänzend die Ausführungen in Kapitel 2 dieser Arbeit.

<sup>277</sup> Burghof (2004), S. 66f.

gern unter einheitlichen Bedingungen für alle teilnehmenden Parteien bereitgestellt wird<sup>278</sup>. Aus Sicht des einzelnen Gläubigers liegt der Anreiz zum Beitritt in ein solches Konsortium darin, dass so auch Chance-Risiko-Positionen eingegangen werden können, die auf stand-alone-Basis in ökonomischer (und ggf. auch aufsichtsrechtlicher<sup>279</sup>) Sicht überdimensioniert und deswegen unzugänglich wären. Fokussiert auf Kreditrisikotransfers ist allerdings zu unterscheiden zwischen Kreditausreichungen, die von vornherein durch eine Kreditgebermehrheit erfolgen (Club Deal) und solchen, bei denen „zunächst ein Kreditgeber alleine auftritt, das Kreditrisiko daher als sog. Underwriter zunächst alleine übernimmt und dieses dann in Form von Quoten am Kreditvertrag durch Verkaufs- und Abtretungsverträge auf die sich so nach und nach findenden Konsorten überträgt“<sup>280</sup>.

In Verbindung mit der Aufteilung des Kreditbetrages kommt es im Rahmen einer solchen Kreditsyndizierung auch zu einer entsprechenden Allokation des Kreditausfallrisikos auf die einzelnen Konsortialgläubiger: Das Risikoexposure bemisst sich nach dem Volumen der übernommenen Tranche, der syndizierende Ursprungsgläubiger transferiert also das Kreditrisiko zusammen mit und entsprechend der anteiligen Forderung auf die anderen Mitglieder des Konsortiums. Im Vergleich zu anderen Instrumenten des Risikotransfers werden somit die auftretenden Risiken im Rahmen der Kreditsyndizierung bereits im Moment der Kreditgewährung diversifiziert<sup>281</sup>. Unabhängig von der frühzeitigen Einsetzbarkeit werden Kreditsyndizierungen in der Praxis oft erst nach der Kreditvergabe eingeleitet. Analog den loan sales geschieht dies vor allem dann, wenn sich der Risikogehalt des betreffenden Kredites oder die Struktur des Kreditportfolios des Kreditgebers und damit der Beitrag des Kredits zum Portfoliorisiko während der Laufzeit verändert hat<sup>282</sup>.

Anders als loan sales sind indes Konsortialkredite bzw. Kreditsyndizierungen regulärer Bestandteil des Bankkreditgeschäfts und daher mit geringe-

---

<sup>278</sup> Vgl. entsprechend Laubrecht/Heller (2007), S. 310.

<sup>279</sup> Für nach deutschem KWG beaufsichtigte Banken etwa liegt eine Kreditsyndizierung dann nahe, wenn eine Übernahme des gesamten Exposures die Großkreditgrenzen gem. § 13 KWG verletzen würde. Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 14; ausführlich zu (neuen) regulatorischen Anreizen zum Kreditrisikotransfer vgl. aktuell Horsch/Pelkofer (2011); Waschbusch/Kreis/Dienes (2011).

<sup>280</sup> Früh (2010), S. 1826.

<sup>281</sup> Vgl. Struffert (2006), S. 10.

<sup>282</sup> Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 15.

ren Gefahren negativer Ausstrahlungseffekte verbunden: Die Syndizierung eines Kredites und die damit verbundene Bildung des Kreditgeberkonsortiums wird von einem Konsortialführer (Mandated Lead Arranger) initiiert und koordiniert, der in der Regel die Hausbank des Kreditnehmers ist und dieses Vorgehen auch mit ihm abgestimmt hat. Seine zentrale Aufgabe besteht in der Akquise weiterer Kreditgeber/Risikoträger (Konsorten), die ihrerseits daraufhin entweder mit dem Ursprungsschuldner individuelle Vereinbarungen treffen (Außenkonsortium) oder aber nur mit dem Konsortialführer kontrahieren (und gegenüber dem Schuldner nicht in Erscheinung treten, Innenkonsortium)<sup>283</sup>. Des Weiteren hat der Konsortialführer neben der Verhandlung des Kreditvertrages auch die Prozessstrukturierung und -koordination zu gestalten, in deren Rahmen eine Zuweisung der Beteiligungsquoten auf die einzelnen Konsorten und damit eine Allokation des von jeder Konsortialbank zu tragenden Kreditausfallrisikos erfolgt<sup>284</sup>.

Neben der eigentlichen Risikoüberwälzung bzw. -streuung bietet die Syndizierung den Vorteil, dass das Know-How der beteiligten Kreditinstitute innerhalb des Konsortiums ausgetauscht werden kann<sup>285</sup>, es kommt also zur Nutzung verstreuten Wissens im HAYEK'schen Sinne. Gleichzeitig birgt die Kreditsyndizierung auch arttypische Risiken für die Beteiligten, die insbesondere aus der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Konsortialführer und beteiligten Konsorten resultieren. Dies ist vornehmlich bei Innenkonsortien der Fall, da hier nur der Konsortialführer einen Kreditvertrag mit dem Kreditnehmer im eigenen Namen abschließt und die beteiligten Konsorten nur Rechte und Pflichten aus dem Innenverhältnis haben. Entsprechend hat der Lead Arranger regelmäßig einen Informationsvorsprung, der sich nicht zuletzt auf das der Forderung inhärente Kreditrisiko bezieht, woraus für ihn Anreize zu opportunistischem Verhalten speziell in insolvenznahen Situationen entstehen<sup>286</sup>. Präventiv sollen daher Vertragsklauseln wirken, die die Konsorten berechtigen, im Falle einer Kreditgefährdung offen gegenüber dem Kreditnehmer aufzutreten. In die gleiche Richtung zielt ein Mindestbehalt des Konsortialführers am ausreichenden Kreditvolumen. Letztlich wirkt ein disziplinierender Reputations-

---

<sup>283</sup> Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 597f.; sowie ausführlich zur Praxis des Konsortialkredit- bzw. Syndizierungsgeschäfts Rhodes (2009).

<sup>284</sup> Vgl. Laubrecht/Heller (2007), S. 314f.

<sup>285</sup> Vgl. einführend Rudolph et al. (2007), S. 16.

<sup>286</sup> Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 598.

mechanismus, da Konsortialmitglieder, die andere übervorteilen, damit rechnen müssten, künftig nicht mehr zu Syndizierungen eingeladen zu werden<sup>287</sup>. Insoweit jedoch die herrschenden Marktstrukturen dazu führen, dass Konsortiallösungen für bestimmte Kreditgeber obligatorisch sind<sup>288</sup>, wird auch die Wirksamkeit dieser Kontrollmechanismen geschwächt.

Diese (Anreiz-)Probleme sind indes kein Spezifikum der Kreditsyndizierung allein, sondern dem Grunde nach Gegenstand jeder Form des Kreditrisikotransfers: Der Ursprungsgläubiger (hier: der Konsortialführer) transferiert Risiken auf Risikokäufer (hier: die Konsorten) und kann dabei versuchen, für sich vorteilhafte Abkommen zu erreichen, in dem er Informationen manipuliert oder vorenthält. Dieses Informationsrisiko der Konsorten entspricht daher unter anderem dem eines Kreditversicherungsunternehmens, das seine Entscheidung nicht zuletzt auf Informationen basiert, die der Ursprungsgläubiger über den -schuldner bereitstellt. Noch ausgeprägter wäre die Ähnlichkeit, wenn die Deckung einer einzelnen Lieferantenkreditforderung nicht durch einen einzelnen, sondern durch mehrere Kreditversicherer *simultan* übernommen würde. Tatsächlich ist die *sukzessive* Verteilung der übernommenen Risiken auf weitere Versicherungsunternehmen für die Kreditversicherung typisch, ist sie doch traditionell durch besonders hohe Folgetransfers im Wege der Rückversicherung gekennzeichnet<sup>289</sup>.

Die Grundstruktur der Syndizierung ist demnach für den Transfer von Kreditrisiken aus Lieferantenkrediten nicht grundsätzlich ungeeignet und mit zunehmender Größe beteiligter Unternehmen bzw. entstandener Forderungen im Gegenteil als Handlungsalternative zu prüfen (z. B., wenn im Zuge von Großprojekten ein *Konsortium* von Anlagenbauern oder Bauunternehmen dem Projektbetreiber Zahlungsziele einräumt). Darüber hinaus bietet auch die Kreditsyndizierung Potentiale für Kombinationslösungen durch Integration von Kreditversicherern ins Konsortium<sup>290</sup>. Die Relevanz

---

<sup>287</sup> Vgl. Dennis/Mullineaux (2000), S. 409.

<sup>288</sup> Typische Beispiele hierfür sind die Verbundorganisationen der deutschen Kreditwirtschaft, deren Primärinstitute (Volks- & Raiffeisenbanken sowie Sparkassen) großvolumiges Kreditgeschäft größen- oder/und absprachebedingt mit Verbundinstituten auf der Sekundärebene (Genossenschaftliche Zentralbanken sowie Landesbanken) teilen. Vgl. zu diesen Konsortiallösungen im Verbund Eichwald/ Pehle (2000), S. 776f.; Burghof (2004), S. 67f.; Rudolph et al. (2007), S. 15.

<sup>289</sup> Vgl. Beuter (1988), S. 414f.

<sup>290</sup> Vgl. ausführlich bereits Krauß (1970), S. 259-267.

dieser Handlungsoportunität lässt sich nicht zuletzt anhand der zahlenmäßigen Entwicklung aufzeigen, die das Syndizierungsgeschehen in der jüngeren Vergangenheit genommen hat. Nach dem Ende der Finanzmarktkrise der Jahrtausendwende war weltweit zunächst ein starker Anstieg der Konsortialkreditvolumina zu beobachten, die im Jahr 2007 mit rund 4,6 Bill. USD einen historischen Höchststand erreichten. Die Ursache für diese Entwicklung lag in der weltweiten Konjunkturerholung und dem damit verbundenen steigenden Finanzierungsbedarf für Großinvestitionen begründet. Die Finanzmarktkrise ab 2007 führte ebenso folgerichtig zu einem Entwicklungsbruch: Das Volumen neu vergebener syndizierter Kredite belief sich im Jahr 2009 auf nur noch rund 1,6 Bill. USD, womit es binnen zwei Jahren um fast zwei Drittel gefallen war:

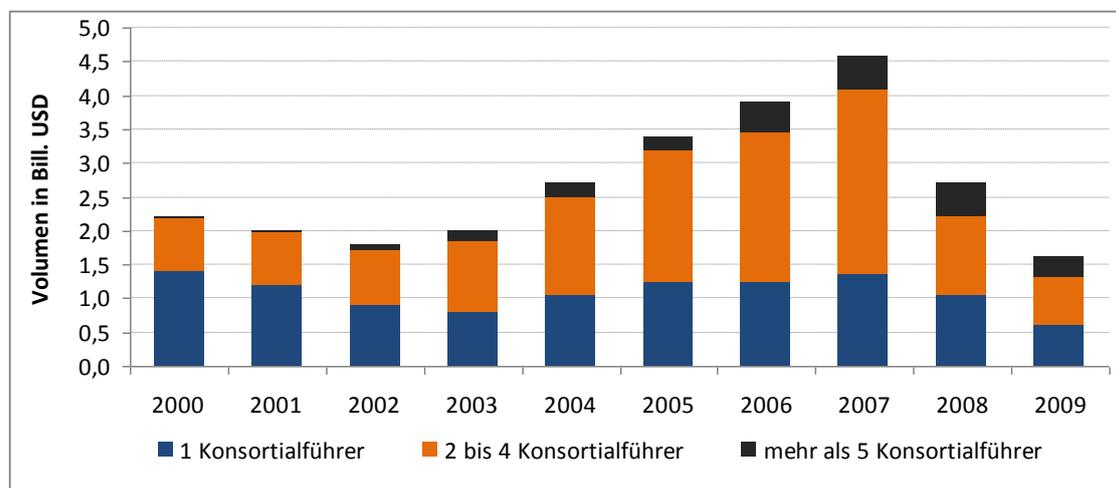


Abb. 11: Entwicklung des weltweit neu vergebenen Konsortialkreditvolumens<sup>291</sup>

Ursächlich hierfür sind insbesondere die sinkende *Nachfrage* nach (regelmäßig großvolumigen und damit syndizierungsgeneigten) Krediten für Unternehmensakquisitionen ebenso wie eine sinkende Bereitschaft der Banken, Finanzierung von Großprojekten *anzubieten*, da sie sich krisenbedingten Bonitätsverschlechterungen der Industrieunternehmen ebenso wie eigenen – z. T. markt-, z. T. regulierungsbedingten – Liquiditäts- und Solvenzbelastungen gegenübersehen. Interessanter noch als diese quantitative ist im Kontext dieser Arbeit die qualitative Veränderung der bevorzugten *Konsortial(führungs)strukturen* im Zeitablauf. Zur Jahrtausendwende wur-

<sup>291</sup> Vgl. Schildbach (2010), S. 1.

de mehr als die Hälfte aller Konsortien von lediglich einem Lead Arranger geführt, eine Leitung durch mehr als fünf Konsortialführer war hingegen fast bedeutungslos. Zehn Jahre später ist deren Anteil am Gesamtvolumen auf bereits ein Viertel gestiegen, die meisten Konsortien haben zwei bis vier Lead Arranger, während Solo-Lead-Arranger um so eher zu finden sind, je geringer das zu syndizierende Gesamtvolumen ist. Diese veränderten Strukturen spiegeln das Bestreben der Beteiligten,

- die Risiken großvolumiger Kredite auf eine größere Anzahl von Risikokäufern zu transferieren und
- die Gefahr adverser Anreize auf Konsortialführerseite zu mildern.

Diese Form der weiteren Streuung des im Ursprungsschuldner begründeten Kreditrisikos, aber auch des im Ursprungsgläubiger liegenden Informations- und Handlungsrisikos ist dem Grunde nach auch für andere Formen des Risikotransfers erwägenswert. Dies schließt die einhergehenden Kosten der (Risiko-)Delegation<sup>292</sup> mit ein. Eine Senkung dieser und anderer mit einem Transfer verbundenen Transaktionskosten kann über die Einrichtung organisierter Märkte für standardisierte, fungible Handelsobjekte angestrebt werden. Wenngleich Einzelforderungen aus Finanz- und Lieferantenkrediten hierfür traditionell als ungeeignet, da zu individuell und geringvolumig gegolten haben, hat es in den letzten Jahren erste Versuche gegeben, einen organisierten Markt zumindest für den Handel der Teileinheiten syndizierter Bankkredite zu etablieren<sup>293</sup>. Je größer hierbei die Standardisierung und dadurch erreichte Handelbarkeit, desto mehr verschwimmen die Abgrenzungen zwischen unverbrieften und verbrieften Kreditgeberpositionen bzw. damit einhergehenden Kreditrisiken sowie ihren Transfers. Es käme damit zu einer Ergänzung anderer innovativer Transferlösungen für Einzelforderungen, die sich im verbrieften Bereich bislang auf reine Risikotransfers (unter gleichzeitigem Verbleib der Kreditgeberposition beim Ursprungsgläubiger) etabliert haben.

---

<sup>292</sup> Grundlegend zur Idee der delegation costs vgl. Diamond (1984). Darauf basiert vgl. im Kontext dieser Arbeit ausführlich Zellner (2001), S. 138-152.

<sup>293</sup> Ausführlich zu diesem „New Syndicated Loan Market“ vgl. Armstrong (2003a); einführend auch Armstrong (2003b); Rudolph et al. (2007), S. 18.

### 3.2.2.2 Transfer des Kreditrisikos einer Forderung

Im Hinblick auf Transaktionskosten und Reputationseffekte weniger problematisch gestalten sich Transaktionen, in deren Rahmen allein das Risiko eines Ausfalls auf einen Dritten transferiert wird. Dies gilt insbesondere dann, wenn dieser Risikotransfer dem Ursprungsschuldner nicht angezeigt oder gar mit ihm vereinbart werden muss. Langjährige Tradition haben hierbei *unverbrieft*e Kontrakte in Gestalt von Kreditversicherungen. Mit diesen wird wie gesehen<sup>294</sup> gegen Zahlung einer Versicherungsprämie das Ausfallrisiko auf spezialisierte Versicherungsunternehmen abgewälzt. Als Preis hierfür hat der Ursprungsgläubiger des (Lieferanten-)Kredits als Risikoverkäufer eine Versicherungsprämie an den Kreditversicherer zu zahlen. Obwohl Kreditversicherungen vorwiegend im Auslandsgeschäft und im Lieferantenkreditbereich zwischen Unternehmen eingesetzt werden, ist auch die Versicherung von bankmäßigen Krediten im Grundsatz möglich. Insoweit lassen sich die im Folgenden dargestellten Institutionen bzw. Kontrakte als Marktopportunitäten zur Kreditversicherung auffassen<sup>295</sup>.

Die jüngste, seit Anfang der 1990er Jahre relevante<sup>296</sup> Form der reinen Risikoüberwälzung bei Forderungen stellen *Kreditderivate* (Credit Derivatives, CDs) dar. Hierbei handelt es sich um innovative Finanzinstrumente, deren Wert von der Entwicklung des Ausfall- oder/und Bonitätsänderungsrisikos einer zugrundeliegenden Kreditposition (underlying) *abgeleitet* ist<sup>297</sup>. CDs sind nicht börsennotiert, sondern werden „over the counter“ (OTC) gehandelt. Da mit ihrer Hilfe das Kreditrisiko „von der zugrunde liegenden Kreditposition und den mit ihr verbundenen Zinsänderungs- und sonstigen Marktrisiken separiert werden kann, erlauben Kreditderivate ein Aufschneiden des Basisinstruments mit dem Ziel einer Neu-

---

<sup>294</sup> Vgl. ausführlich insbes. die Teilkapitel 2.2.3.3.3 und 3.1.3. dieser Arbeit.

<sup>295</sup> Nicht als eigenständige Kategorie behandelt werden in diesem Kontext *gläubigerseitiger* Kreditrisikotransferaktivitäten *Bürgschaften*, obgleich auch sie das Kreditrisiko auf einen Dritten übertragen: Vom Ursprungsgläubiger initiiert, werden sie typischerweise von Kreditversicherern als spezielle Ausgestaltung des Versicherungsverhältnisses angeboten und sind damit durch die obigen Ausführungen abgedeckt. Vom Ursprungsschuldner initiiert, stellen sie hingegen eine Form der Personensicherheit als Variante der Kreditbesicherung dar, womit sie aus dem Untersuchungsbereich dieser Arbeit herausfallen. Einführende Darstellungen von Bürgschaften im finanzwirtschaftlichen Kontext bieten u.a. Tolkmitt (2007), S. 211-215; Zantow/Dinauer (2011), S. 207-210.

<sup>296</sup> „The International Swaps and Derivatives Association (ISDA) first publicly introduced credit derivatives in 1992“, Boyer/Papageorgiou (2005), S. 200.

<sup>297</sup> Vgl. stellvertretend Crouhy/Galai/Mark (2001), S. 448f.; Kern (2003), S. 5f.; Brütting/Weber (2004), S. 379; Burghof (2004), S. 73f.

bündelung und Weitergabe des Kreditrisikos<sup>298</sup>. Je nach den Zielen des Risikomanagers einer Unternehmung lassen sich Ausfall- bzw. Bonitätsänderungsrisiko in unterschiedlichem Maße und auf unterschiedliche Weisen transferieren, wie die nachfolgende Darstellung der wichtigsten CD-Varianten verdeutlicht<sup>299</sup>.

- Die traditionell bedeutendste Variante stellen *Credit Default Swaps* (CDS) dar<sup>300</sup>. Ihrem Namen entsprechend bieten sie dem Käufer (= Sicherungsnehmer) für eine bestimmte vereinbarte Frist Schutz gegen Ausfallrisiken i. e. S. aus einem Kreditengagement (= Referenzaktivum) dadurch, dass sich der Verkäufer (= Sicherungsgeber = Risikonehmer) zu einer Ausgleichszahlung an den Käufer für den Fall verpflichtet, dass ein Kreditereignis (credit event) eintritt, also das *Ausfallrisiko* schlagend wird. Im Gegenzug ist der Käufer verpflichtet, dem Verkäufer eine (ggf. periodisch wiederkehrende) Prämie als Entgelt zu zahlen<sup>301</sup>, woraus sich die folgende Grundstruktur ergibt:

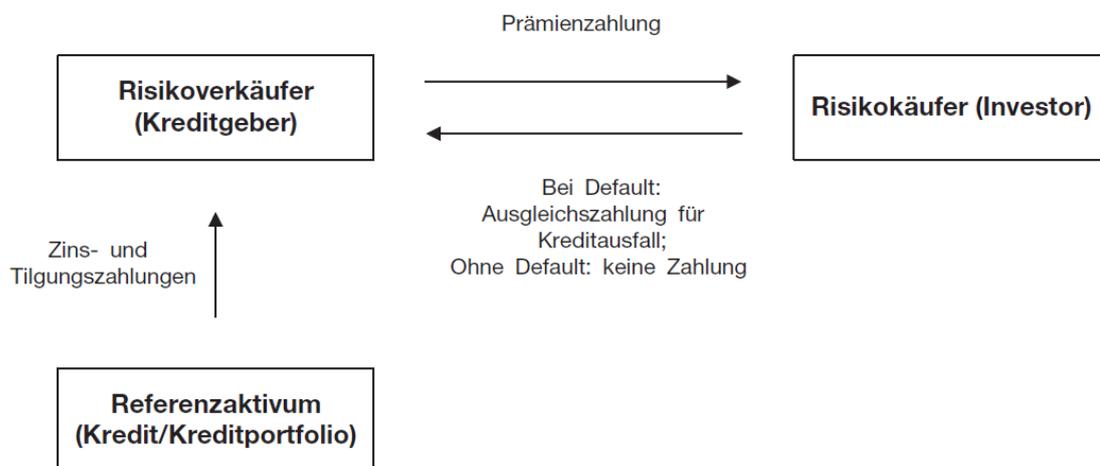


Abb. 12: Credit Default Swap

Zentrale Bedeutung hat hierbei die Abgrenzung der Kreditereignisse, die nicht nur in einer (eingetretenen oder beantragten)

<sup>298</sup> Rudolph (2006), S. 435.

<sup>299</sup> Vgl. für analoge Überblicksdarstellungen etwa Burghof/Henke/Rudolph (1998); Deutsche Bundesbank (2004a), S. 28-31; Mengle (2007), S. 1-6; Rudolph et al. (2007), S. 67-71; Rudolph/Schäfer (2010), S. 176-182; Bösch (2011), S. 223-235; kompakt auch Broll/Welzel (2003); Horat (2003); sowie ausführlich zu den Grundformen Das (2000), S. 10-39; Sievers (2009), S. 45-97.

<sup>300</sup> Vgl. stellvertretend Boyer/Papageorgiou (2005), S. 201.

<sup>301</sup> Vgl. ausführlich zu CDS auch Deutsche Bundesbank (2004b), hier S. 44f.

Schuldnerinsolvenz, sondern bereits bei Zahlungsverzug oder -verweigerung vorliegen können. Folgerichtig sind „die Definition und die Verifikation des Default-Ereignisses vor allem im internationalen Kreditgeschäft juristisch keineswegs trivial“<sup>302</sup>. Um adverse Anreize und (Rechts-)Streitigkeiten zwischen den CDS-Partnern möglichst auszuschließen, sind daher für die Abgrenzung sowie daran anknüpfend die Feststellung von credit events weniger die Ansichten der Vertragspartner als internationale Institutionen maßgeblich, allen voran die Rahmenverträge der *ISDA – International Swaps and Derivatives Association, Inc.*<sup>303</sup>. Mit der Abgrenzung der credit events ist eine wichtige Komponente für die als Entgelt fällige Prämie bestimmt, die darüber hinaus u. a. von der Vertragslaufzeit und der Bonität des Ursprungsschuldners, aber auch der Bonität des Sicherungsgebers abhängt.

Bereits an dieser Stelle wird deutlich, dass auch diese Form des Risikotransfers keine Elimination jeglicher Verlustgefahren, sondern letztlich auch nur ihre Minderung bedeutet: Der Sicherungsnehmer sieht sich nun einem Kontrahentenrisiko insofern gegenüber<sup>304</sup>, als die Wirksamkeit des erhaltenen Schutzversprechens mit der Bonität und Zahlungsfähigkeit des Sicherungsgebers steht und fällt. Sollte diese während der Sicherungsfrist zweifelhaft werden oder gar verloren gehen, muss der Sicherungsnehmer zumindest eine Ersatzpartei finden, im worst case einer parallelen Ursprungsschuldnerinsolvenz sogar das eigentlich abgesicherte Ausfallrisiko schultern. Auch in diesem Austausch von Kreditrisiko A gegen Kontrahentenrisiko B entspricht ein CDS seinen unverbrieften Pendanten, zu denen insbesondere die Kreditversicherung zählt, denn „[i]n seiner Risikostruktur ähnelt der Credit Default Swap einer Garantie, einer Versicherung oder einem Standby Letter of Credit“<sup>305</sup>. Gemessen an einer Delkredereversicherung sind die Ähn-

---

<sup>302</sup> Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2007), S. 301. Vgl. zudem Brütting/Weber/Heidenreich (2003a), S. 757.

<sup>303</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2004a), S. 30; Packer/Zhu (2005), S. 100-102; Hartschuh/Grimm/Haider (2007), S. 252f.; Kern (2008), S. 60f. Ausführliche Informationen zur ISDA selbst bzw. zu den Kreditderivatemärkten aus ihrer Sicht finden sich unter [www.isda.org](http://www.isda.org).

<sup>304</sup> Vgl. prägnant Krahen (2005), S. 517.

<sup>305</sup> Burghof/Henke/Rudolph (1998), S. 279. Vgl. mit Bezug zur Kreditversicherung auch Becker/Wolf (2003), S. 656. Zu Standby Letters of Credit vgl. zudem ausführlich James (1988).

lichkeiten mit den anderen Grundformen von Kreditderivaten zwar geringer, sie werden gleichwohl kurz dargestellt, da sie grundsätzlich einen Kreditrisikotransfer ermöglichen.

- Das Gegenstück zu CDS insoweit, als hierdurch nur Bonitätsänderungsrisiken abgesichert werden, stellen Credit Spread Calls dar. Gegen Erhalt einer Prämie verpflichtet sich der Sicherungsgeber hier, den Sicherungsnehmer für während der Laufzeit eintretende (negative) Marktwertänderungen des Ursprungskredits zu entschädigen<sup>306</sup>. Der Höhe nach bemisst sich diese Entschädigung regelmäßig aus dem Spread des Referenzaktivums gegenüber einem risikofreien oder anderen (z. B. Interbanken-)Marktzinssatz bzw. dem Unterschiedsbetrag der entsprechenden Marktwerte<sup>307</sup>.

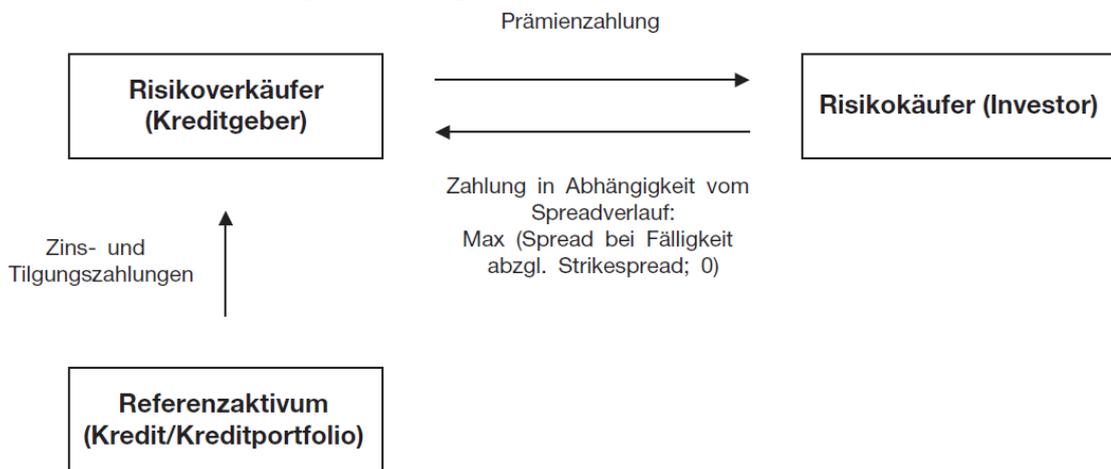


Abb. 13: Credit Spread Call

Der Optionscharakter dieser CD-Variante kommt darin zum Ausdruck, dass der Sicherungsnehmer die Chancen auf positive Marktwertveränderungen bei sich hält.

- Letzteres ist ein entscheidender Unterschied zum Total Return Swap (TRS), der daher mehr ist als die zusammengefasste Absicherung von Ausfall- und Bonitätsänderungsrisiken ein und desselben Referenzaktivums, weil auch die gegenläufigen Chancen an den Kontraktpartner abgegeben werden: „Bei TRS tauscht der Sicherungsnehmer mit dem Sicherungsgeber die Erträge aus einem Referenzaktivum sowie dessen Wertsteigerungen gegen die Bezahlung

<sup>306</sup> Vgl. Das (2000), S. 242f.

<sup>307</sup> Vgl. Henke (2002), S. 80f.; vgl. einführend zu credit spreads ferner Hull (2010), S. 298-301.

eines Bezugszinses periodisch aus. Der Sicherungsgeber übernimmt neben dem Kreditrisiko des Referenzaktivums daher auch dessen Marktpreisrisiko<sup>308</sup>:

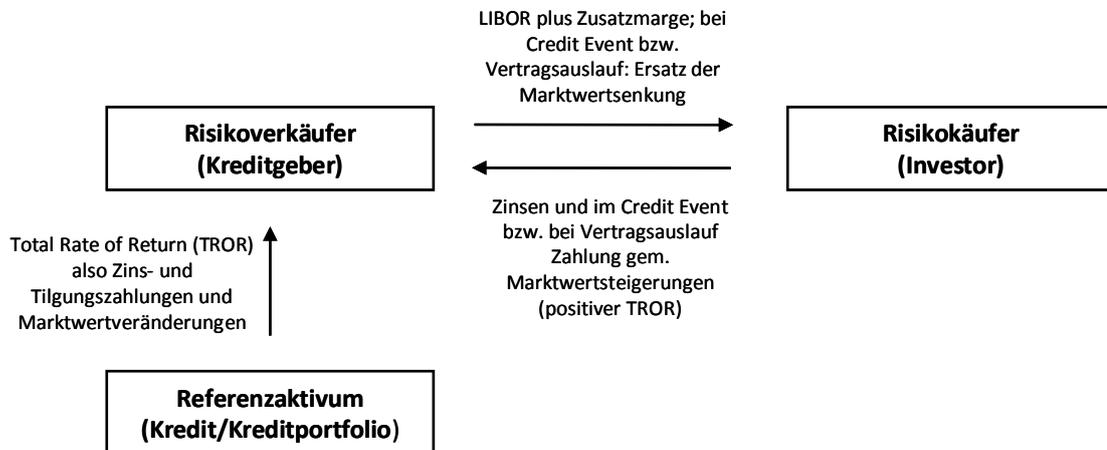


Abb. 14: Total Rate of Return Swap

Im Gegenzug für seine umfassende Risikonahme wird der Risikokäufer nicht nur laufend entgolten, er erhält zudem auch Zugang zu (Chance-/Risikopositionen von) solchen Segmenten des Marktes für Fremdkapital, die ihm im Sinne einer direkten Mittelvergabe nicht zugänglich sind<sup>309</sup>.

- Die vierte CD-Grundform stellt insoweit eine Besonderheit dar, als sie den Kreditrisikotransfer mit einer (verbrieften) Kapitalbeschaffung des Sicherungsnehmers kombiniert: Von ihm emittierte Credit Linked Notes (CLNs) muss er nur dann (vollständig) tilgen, wenn während der Laufzeit die zuvor definierten Credit Events ausgeblieben sind. Tritt hingegen ein Kreditereignis ein, darf der CLN-Emittent (= Sicherungsnehmer) den Rückzahlungsbetrag zu Lasten der Investoren (= Sicherungsgeber) kürzen. Der für die Pflichtenreduzierung des Anleiheschuldners entscheidende Credit Event kann dabei jeder der zuvor dargestellten Grundformen entsprechen. Denkbar sind demnach Credit Default Notes ebenso wie Credit Spread Notes oder Total Return Linked Notes<sup>310</sup>. Unabhängig

<sup>308</sup> Deutsche Bundesbank (2004a), S. 30; vgl. auch Brütting/Weber/Heidenreich (2003a), S. 759; Kern (2003), S. 12f.; Heidorn (2009), S. 289.

<sup>309</sup> Vgl. Crouhy/Galai/Mark (2001), S. 457f.

<sup>310</sup> Vgl. einführend Albrecht/Maurer (2008), S. 985f.; sowie ausführlich Das (2000), S. 72-95; Zahn/Lemke (2002).

davon, dass als underlying in der Praxis zumeist ein Korb ausfallrisikobehafteter Positionen fungiert, wonach CLN faktisch eher dem Kreditrisikotransfer für Forderungspools zuzuordnen sind<sup>311</sup>, ergibt sich eine analog auch für singuläre exposures anwendbare Grundstruktur, die denen der anderen Varianten strukturell identisch ist<sup>312</sup>.

Hinsichtlich der Risikoverteilung führt eine CLN hingegen zu einem signifikant anderen Ergebnis: Da anders als bei den anderen Varianten nicht die Zahlung von den Sicherungsgebern an den Sicherungsnehmer, sondern im Gegenteil dessen (Rück-) Zahlung an die Sicherungsgeber bedingt ist (indem sie vom Eintritt eines Kreditereignisses abhängt), liegt das Kontrahentenrisiko von CLNs folgerichtig bei den Investoren als Sicherungsgebern<sup>313</sup>. Für den Sicherungsnehmer wiederum ist neben dieser CLN-typischen Risikoverteilung auch der vorzeitige Liquiditätszufluss vorteilhaft.

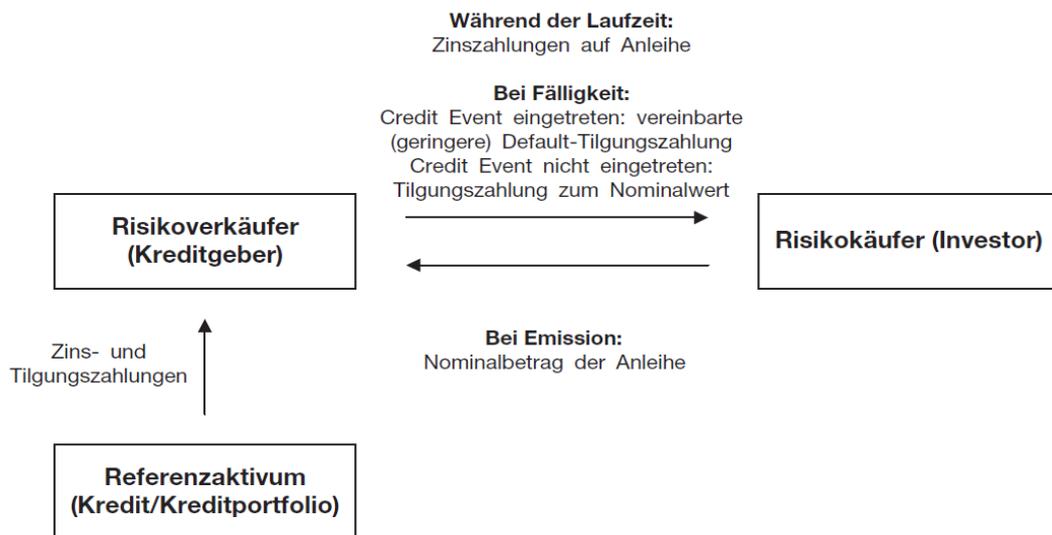


Abb. 15: Credit Linked Note

Zusammengefasst lassen sich die vier vorgenannten CD-Grundformen unter Bezug auf die unterschiedenen Formen des Kreditrisikos wie folgt charakterisieren:

<sup>311</sup> Vgl. im Überblick Teilkapitel 2.2.3.3.2, weiterführend auch Teilkapitel 3.2.3.2 dieser Arbeit.

<sup>312</sup> Vgl. etwa Zahn/Lemke (2002), S. 1536f.

<sup>313</sup> Vgl. etwa Rudolph et al. (2007), S. 79; Deutsche Bundesbank (2004a), S. 31. Zu Investitionen institutioneller Anleger u.a. in CLN vgl. ausführlich Auerbach/Roth (2003).

		<b>CDS</b>	<b>CSC</b>	<b>TRS</b>	<b>CLN</b>
Sicherungs- geber übernimmt	Adressenausfallrisiko	Ja	Nein	Ja	Ja
	Bonitätsveränderungsrisiko	Nein	Ja	Ja	Nein
	Andere (Marktpreis-) Risiken	Nein	Nein	Ja	Nein
	Kontrahentenrisiko Sicherungsnehmer	Nein	Nein	Ja	Ja
Sicherungs- geber gibt in $t_0$		Zahlungs- versprechen	Zahlungs- versprechen	Zahlungs- versprechen	liquide Mittel
Sicherungs- geber erhält in $t_0$		Prämien- zahlung	Prämien- zahlung	Zahlungs- versprechen (falls credit event)	Zahlungs- versprechen (falls kein credit event)

Tab. 3: Grundformen von Kreditderivaten im Vergleich<sup>314</sup>

Der Gesamtmarkt für diese CDS-Grundformen hat sich vom Anfang der 1990er Jahre an mit hohem Wachstumstempo entwickelt<sup>315</sup>, wobei sich im Zeitablauf eine immer stärkere Dominanz der Credit Default Swaps gegenüber den anderen CDs herausgebildet hat. Die nachfolgende Graphik illustriert zunächst das bis zur Finanzmarktkrise überaus dynamische und danach zunächst gedämpfte Wachstum des CD-Marktes:

<sup>314</sup> Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 310. Vgl. ergänzend Burghof/Henke/Rudolph (1998), S. 281.

<sup>315</sup> Zur „explosion of the credit derivatives market“ vgl. etwa Persaud (2004), S. 303; vgl. ferner Boyer/Papageorgiou (2005), S. 206, 216.

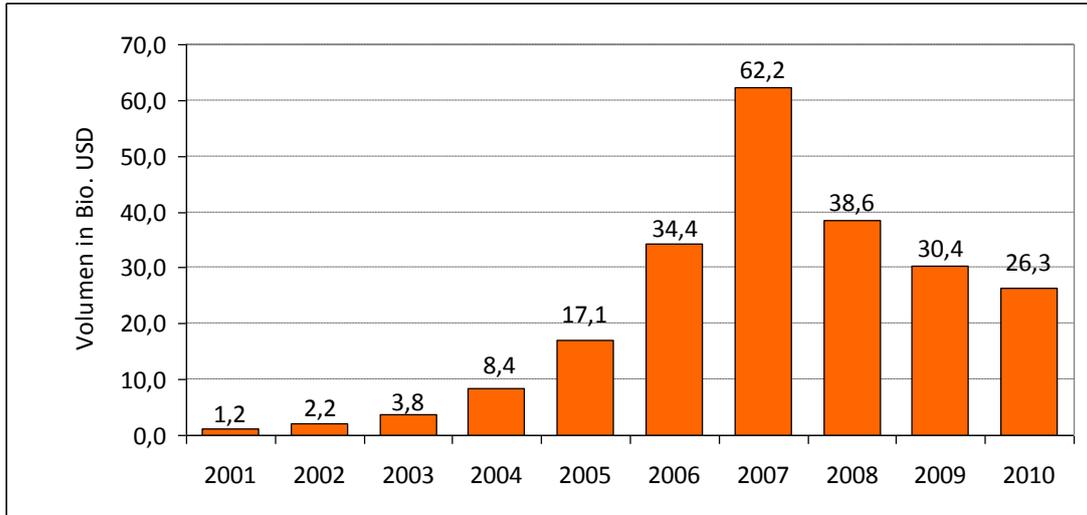


Abb.16: Volumen des Kreditderivatemarktes im Zeitablauf<sup>316</sup>

Von diesem Gesamtvolumen entfällt der Großteil auf CDS, die daher heute häufig stellvertretend für den CD-Markt insgesamt behandelt werden<sup>317</sup>.

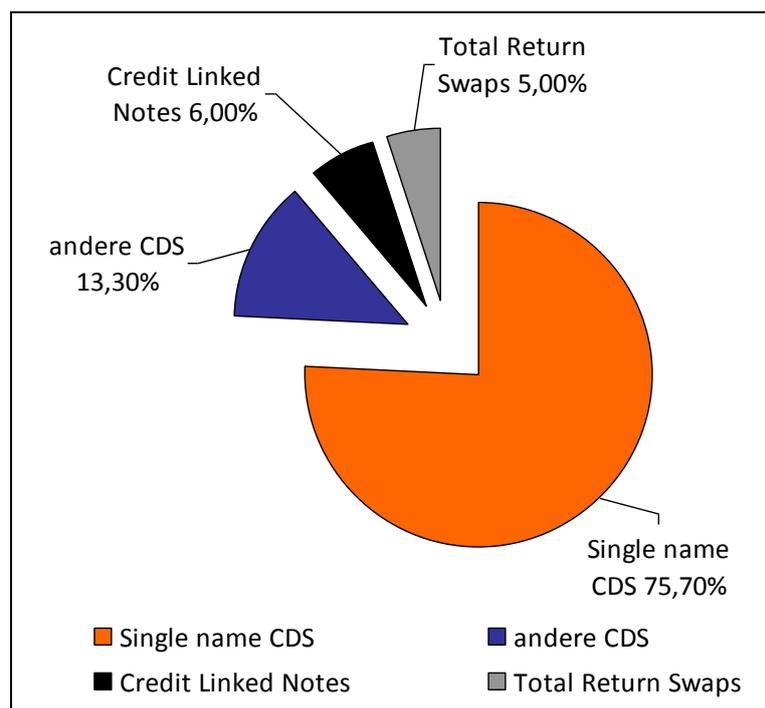


Abb. 17: Handelsvolumina von Kreditderivaten nach Gattung<sup>318</sup>

<sup>316</sup> Vgl. ISDA (2010); Kiff et al. (2009), S. 4. Vgl. für frühere Darstellungen analog Effenberger (2003), S. 3; Deutsche Bundesbank (2004b), S. 45f.; Barret/Ewan (2006), S. 5; Mengle (2007), S. 7; Kern (2008), S. 60.

<sup>317</sup> Vgl. m.w.N. Avellaneda/Cont (2010).

<sup>318</sup> Vgl. Barret/Ewan (2006), S. 32f.

Dieser insoweit ausgesprochen dynamische Markt für Kreditderivate lässt sich kaum national abgrenzen, da der Handel hauptsächlich über wenige internationale Börsenplätze abgewickelt wird, von denen London ca. 40 % der weltweiten Transaktionen, das restliche Europa lediglich etwa 10 % des weltweiten Handelsvolumens auf sich vereint. Bei den Marktteilnehmern handelt es sich hauptsächlich um Finanzintermediäre, darunter primär Banken, auch wenn sie ihre allseits dominierende Rolle schon vor der Finanzmarktkrise insbesondere deswegen verloren hatten, weil Unternehmen der Versicherungswirtschaft sich (als Risikokäufer/protection seller) immer stärker engagiert hatten<sup>319</sup>. Diese übergreifenden Entwicklungslinien machen deutlich, dass Kreditderivate traditionell von a) international agierenden b) Finanzintermediären verwendet werden.

Zahlungsstrom- bzw. risikoorientiert ist festzuhalten, dass Kreditderivate im Grundsatz Kreditrisiko gegen Entgelt überwälzen, „als Risikotransferverträge haben sie die gleichen ökonomischen Effekte und dadurch Ähnlichkeit mit Versicherungsprodukten (Kreditversicherung)“<sup>320</sup>. Unabhängig von der Beantwortung der Frage, inwieweit Kreditderivate demnach juristisch als Versicherungsverträge einzustufen<sup>321</sup> – und folgerichtig den dafür geltenden vertrags- und aufsichtsrechtlichen Institutionen zu unterwerfen – sind, hängt ihre Wettbewerbsbeziehung zu Leistungsbündeln der Kreditversicherungsunternehmen von der Nachfragerseite ab.

Analog zu anderen kapitalmarktgestützten Kreditrisikotransfervarianten gilt auch im Hinblick auf CDs eine quantitative Mindestanforderung für den Risikotransferierenden, weil ihr Einsatz „ein analytisch diszipliniertes Management der Risiken sowie eine anspruchsvolle technische Infrastruktur voraussetzt. Für kleinere und mittlere Akteure ist der Aufbau solcher Kapazitäten auf Grund hoher fixer Kosten häufig nicht rentabel“<sup>322</sup>. Eine weitere quantitative Mindestanforderung bezieht sich auf das zu transferierende Risiko: Eine in Form von CDs standardisierte und handelbare Deckung ist nur dann zu erlangen, wenn ein Forderungsvolumen

---

<sup>319</sup> Vgl. im Zeitablauf Deutsche Bundesbank (2003); Brütting/Weber/Heidenreich (2003b), S. 871; Deutsche Bundesbank (2004a), S. 32; Eichhorn/Eichhorn-Schurig (2006); Cremers/Walzner (2007), S. 14; Eichhorn/Eichhorn-Schurig (2007), S. 175; Heidenreich (2008), S. 53.

<sup>320</sup> Trafkowski (2009), S. 94.

<sup>321</sup> Ausführlich behandelt wird die „Vertragstypologische Einordnung von Kreditderivaten“ von Trafkowski (2009), S. 93-127.

<sup>322</sup> Deutsche Bundesbank (2004b), S. 45. Vgl. auch Deutsche Bundesbank (2004a), S. 39f.

zugrundeliegt, das in erster Linie auf Kreditvergaben spezialisierte Finanzintermediäre erreichen. Neben diesem Mindestvolumen setzt ein CD-Kontrakt eine Marktbewertbarkeit des Ursprungsschuldners bzw. der an ihn gerichteten Forderung voraus. Folgerichtig eignen sich hierfür primär (unverbriefte und vorzugsweise verbrieft) Finanzkredite, nicht jedoch Lieferantenkredite zwischen Nichtbanken<sup>323</sup>.

Das Kreditrisiko aus Lieferantenkrediten, das ein Ursprungsschuldner x verkörpert, kann eine Nichtbank daher in vielen Fällen schon dem Grunde nach nicht über den CD-Markt transferieren, weil mangels Größe und Kapitalmarktreputation von x kein auf x bezogener CD existiert oder/und weil sich der an x gewährte Kredit für ein CD quantitativ und/oder qualitativ nicht eignet. Existieren immerhin x-bezogene CDs, so gelingt auch hiermit eine Absicherung von Kreditrisiken aus Lieferantenkrediten stets nur unvollkommen, da die credit events und Laufzeiten sowie die Berücksichtigung von eventuellen recovery rates zu unterschiedlich sind<sup>324</sup>. Solange hier keine Anpassungen stattfinden, sind CDs für den Transfer der Kreditrisiken aus Lieferantenkrediten aus der Natur der Sache heraus ungeeignet. Die nötigen Anpassungen aber sind auch zukünftig kaum zu erwarten, weil sie dem arteigenen Vorteil von CDs, nämlich der durch Standardisierung gewährleisteten Handelbarkeit, genau zuwiderlaufen. Umgekehrt liegen die Wurzeln von Lieferantenkrediten und damit auch des übernommenen Kreditrisikos gerade in individuellen Geschäftsbeziehungen. Diese stehen aber zu einer Standardisierung von Verträgen und insbesondere einer beziehungsignoranten Handhabung von Ansprüchen im Widerspruch, wie sie gerade mit Kreditderivaten verbunden wird<sup>325</sup>.

---

<sup>323</sup> Vgl. dezidiert Smithson/Mengle (2006).

<sup>324</sup> Vgl. instruktiv auf Basis entsprechender Erhebungen in der Unternehmenspraxis Smithson/Mengle (2006), hier S. 59. Vgl. ergänzend Mengle (2007), S. 22f.

<sup>325</sup> Vgl. dahingehend überaus kritisch Claussen (2010), hier S. 1707.

## 3.2.3 Forderungsbündelbezogene Maßnahmen

### 3.2.3.1 Transfer des Forderungsbündels als Gesamtposition

#### 3.2.3.1.1 Factoring

Beim Factoring handelt es sich um eine Handlungsalternative, in deren Zentrum ein Verkauf von Forderungen – insbesondere: Lieferantenkrediten – steht, der dem Ursprungsgläubiger zwar auch einen Risikotransfer, vor allem aber eine Mittelbeschaffung ermöglicht, denn es „may be described as the purchase by a financier of short-term book debts created by a seller of goods or services vis-à-vis his customers. As a rule, the risk of non-payment is assumed by the factor“<sup>326</sup>. In der Folge überwiegen in der Literatur traditionell daran angelehnte Begriffsbestimmungen wie die folgende, die besagten Finanzierungseffekt in den Vordergrund stellen: „Das Factoring ist ein *Finanzierungsgeschäft*, bei dem ein Finanzierungsinstitut (Factor) die bei seinem Anschlußunternehmen (Klient) entstehenden Forderungen ankauft und das volle Risiko für ihren möglichen Ausfall übernimmt. [...] Das Unternehmen überträgt damit [...] die Forderungen aus seiner Bilanz in die des Factors, ohne daß [...] ein Eventualrisiko verbleibt“<sup>327</sup>. Erst seit der Novellierung des Kreditwesengesetzes 2008 existiert auch eine (für den deutschen Rechtsraum maßgebliche) Legaldefinition: Hiernach ist Factoring als Finanzdienstleistung der „laufende Ankauf von Forderungen auf der Grundlage von Rahmenverträgen mit oder ohne Rückgriff“<sup>328</sup>. Auch hierin wird erkennbar, dass Factoring in erster Linie als Finanzierungsvorgang eingestuft wird<sup>329</sup>. Diesem Primärziel ist der Risikotransfer zuweilen so sehr untergeordnet, dass er abweichend von der Eingangsdefinition ausgeschlossen wird: Beim *unechten* Factoring wird

---

<sup>326</sup> Pizar (1970), S. 1505; vgl. neben den dortigen Nachweisen zu den Ursprüngen des Factoring im England des 18. Jahrhunderts auch den Überblick bei Ruddy/Mills/Davidson (2006), S. 5-10. Zur Frühgeschichte aus deutscher Sicht vgl. Baumann (1966), S. 33-38.

<sup>327</sup> Süchting (1995), S. 195f. (Hervorh. im Original andere). Angesichts der Beteiligung des unternehmensexternen Factors wird das Factoring traditionell der externen Finanzierung zugerechnet. Da der Mittelzufluss im Austausch für Vermögensgegenstände erfolgt, wäre allerdings eine Einordnung als interne Finanzierung (aus Vermögensumschichtung / Asset Sales) ebenso denkbar, Vgl. einführend auch Horsch/Paul/Rudolph (2011), S. 391; Börner/Schlösser (2009), S. 236.

<sup>328</sup> § 1 Ia S2 Nr. 9 KWG. In der Folge fällt ein Factor seither unter den Anwendungsbereich zumindest ausgewählter Normen des Kreditwesengesetzes. Vgl. kritisch zur Sinnhaftigkeit dieses „KWG-light“-Aufsichtsansatzes für Factoring-Unternehmen aktuell Dumoulin (2011); Wessel (2011).

<sup>329</sup> Vgl. im Rahmen ihrer ausführlichen Analyse auch Summers/Wilson (2000), hier S. 38.

zwar das Rechtsbündel aus den Forderungen an den Factor übertragen, nicht jedoch das inhärente Kreditrisiko, welches vielmehr beim Ursprungsgläubiger verbleibt, weswegen diese Kontraktform als reine (Darlehens-) Finanzierung aufgefasst<sup>330</sup> und im Kontext dieser Arbeit vernachlässigt werden kann.

Dem *echten* Factoring, bei dem der Factor neben der Finanzierungs- durch die Übernahme des Kreditrisikos auch eine Versicherungs- oder Delkredefunktion übernimmt, liegt basierend auf der per Rahmenvertrag vereinbarten Forderungsabtretung in Form einer Globalzession<sup>331</sup> folgende Struktur zugrunde:

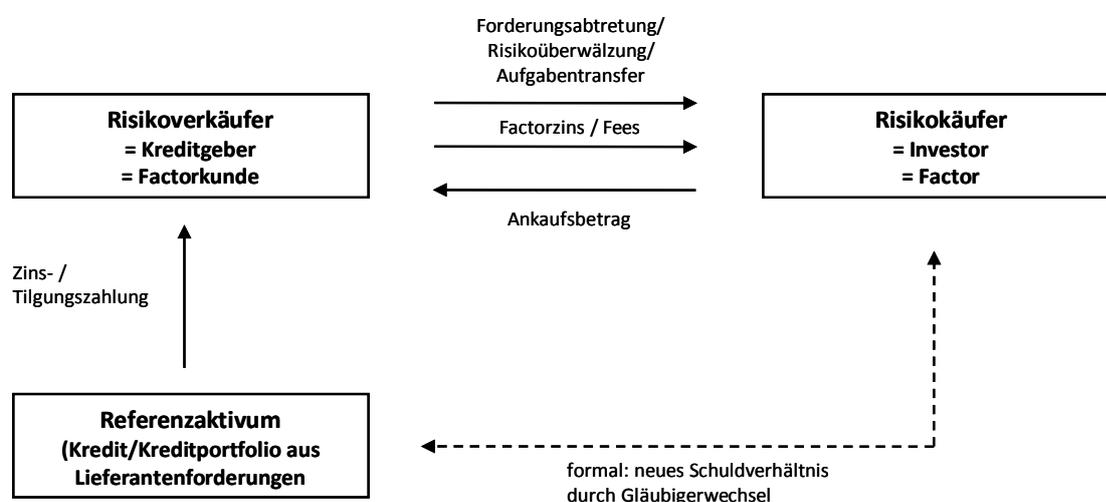


Abb. 18: Grundstruktur echtes Factoring

Die Abbildung illustriert zunächst, dass es auch beim echten Factoring von der genauen Vertragsgestaltung abhängt, ob der Debitor vom Transfer der Forderung Kenntnis erhält und infolge dessen seine Kapitaldienstzahlungen an den Factor umdirigieren muss. Beim *offenen* Factoring (Notification-Factoring) ist dies der Fall. Dabei ist nicht auszuschließen, dass das Vorgehen des Ursprungsgläubigers und der im Ergebnis entstandene Gläubigerwechsel negative Auswirkungen auf a) das Vertrauen bzw. die Geschäftsbeziehung zum Ursprungsschuldner sowie b) die Reputation des Unternehmens (insbesondere am Finanzmarkt) insgesamt haben<sup>332</sup>. Um dies zu vermeiden, kann der Vertrag ein *stilles* (Non-Notification-) Facto-

<sup>330</sup> Vgl. stellvertretend Börner/Schlösser (2009), S. 240. Zur steuerlichen Einstufung von echtem/un-echtem Factoring als Fremdkapitalüberlassung vgl. aktuell Hartmann-Wendels (2011), S. 149f.

<sup>331</sup> Vgl. ergänzend Schäfer (2005), S. 216f.; Lippmann (2008), S. 290f.

<sup>332</sup> Vgl. etwa Schäfer (2002), S. 343; Hölscher (2010), S. 324.

ring vorsehen, in dessen Rahmen die Ursprungsschuldner von der Zession der Forderung an den Factor nichts erfahren und auch in der Folgezeit ihren Kapitaldienst gegenüber dem Ursprungsgläubiger erbringen<sup>333</sup>. Während diese Variante weniger Gefahr für die originäre Geschäftsbeziehung zu bergen scheint, ist sie für jene zwischen Factor und Factorkunde transaktionskostenintensiver:

- Die Anzahl der nötigen Zahlungsmittelbewegungen erhöht sich in der Gesamtsicht, da der Ursprungsschuldner weiter an den -gläubiger zahlt, der die Eingänge an den Factor weiterleiten muss.
- Es entstehen zusätzliche Anreiz- und Überwachungsprobleme, da der Factor einer Fehlleitung von Cashflows entgegenwirken muss.

Auf dem deutschen Markt überwiegen daher die offenen Formen des Factoring erst, seitdem die Interpretation, diese Finanzierung sei ein Signal für Liquiditätsanspannungen des Factorkunden, abgelöst worden ist durch eine neutrale Sicht<sup>334</sup>.

Weiterhin illustriert die vorherige Abbildung die Mehrzahl der Funktionen, die vom Factor – gegen Entgelt – übernommen werden kann. Neben Finanzierungs- und Versicherungs- bzw. Delkrederefunktion ist das beim *full service factoring*<sup>335</sup> eine *Dienstleistungsfunktion*. Für jede Funktion, die der Factor übernimmt, wird er entgolten. Hierfür können explizite Prämien/Fees gezahlt oder aber Abschläge beim Erwerb der Forderungsvolumina vereinbart werden, wobei folgende Größenordnungen als üblich gelten<sup>336</sup>:

- *Finanzierung*: Typischerweise bevorschusst der Factor übertragene Forderungen mit 80–90 % ihrer Nominalbeträge. Für den Zeitraum zwischen diesem Vorschuss sowie der tatsächlichen Zahlung des Ursprungsschuldners kommt es also zu einer (Vor-)Finanzierung<sup>337</sup>. Laufzeitbezogen wird hierauf der Factorzins fällig, der sich am Marktpreis für Kontokorrentkredite orientiert<sup>338</sup>. Der Differenzbetrag von 10–20 % wird vom Factor auf ein Sperrkonto eingezahlt,

---

<sup>333</sup> Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 20.

<sup>334</sup> Vgl. Börner/Schlösser (2009), S. 240f. Vgl. auch Hartmann-Wendels (2011), bes. S. 148, 151.

<sup>335</sup> Vgl. unter dieser Bezeichnung ausführlich Ruddy/Mills/Davidson (2006), einführend S. 1f., 17f.

<sup>336</sup> Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 442f.; sowie ergänzend Wieland (2003), S. 223.

<sup>337</sup> Vgl. Börner/Schlösser (2009), S. 238.

<sup>338</sup> Vgl. etwa Brink (2007), S. 364, 372.

von dem er erst dann an den Ursprungsgläubiger fließt, wenn der Ursprungsschuldner tatsächlich geleistet hat.

- *Versicherung*: Beim echten Factoring werden Forderungsausfälle vom Factor getragen, da der Ursprungsgläubiger das Delkredererisiko auf ihn transferiert hat. Die Auszahlung der auf dem Sperrkonto geparkten Beträge wird folgerichtig von Ausfällen nicht tangiert, sie darf der Factor nur dann einbehalten, wenn der Ursprungsschuldner Nichtbestand (Veritätsrisiko), Nichtabtretbarkeit oder sonstige Einreden in Bezug auf eine (nicht-ausgefallene) Forderung geltend macht<sup>339</sup>. Die Versicherungsprämie beläuft sich – naturgemäß abhängig vom Ausfallrisiko der Ursprungsschuldner/-forderungen – auf 0,2–2 % des Forderungsvolumens<sup>340</sup>.
- *Dienstleistung*: Je größer der Anteil der per Factoring transferierten Forderungen an den gesamten Forderungen des Factorkunden ist, desto weniger benötigt er noch ein Forderungsmanagement. Folgerichtig kann der Vertrag vorsehen, dass Aufgaben wie die Debitorenbuchhaltung, die Inkassoaktivitäten, das Mahnwesen und die Rechnungsstellung, bei Bedarf sogar das gesamte Forderungsmanagement des Ursprungsgläubigers auf den Factor transferiert werden<sup>341</sup>. Hierfür erhält er eine Factoring-Gebühr von 0,5–2,5 % des (Transfer-)Umsatzes, deren exakte Höhe sich unter anderem nach der Zusammensetzung des Kreises der Ursprungsschuldner sowie der Umschlagshäufigkeit bemisst<sup>342</sup>.

Für den risikotransferierenden Ursprungsgläubiger kommen zu diesen expliziten Factoring-Kosten weitere Transaktionskosten hinzu. Bedeutsam sind hierbei einmalige Implementierungskosten für die fortan nötige Vordeklaration, die dem Factor die Risikoprüfung ermöglichen soll<sup>343</sup>, sowie die Umgestaltung des Forderungsmanagements insgesamt. Der Gesamtaufwand für Factoring-Transaktionen ist daher in der Summe deutlich höher als der für reine Finanzierungen oder Risikotransfers. Ob Factoring für ein Unternehmen eine attraktive Handlungsalternative darstellt, kann

---

<sup>339</sup> Vgl. Börner/Schlösser (2009), S. 239; auch Brink (2007), S. 364, 373.

<sup>340</sup> Vgl. etwa Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 442f.; Lippmann (2008), S. 293.

<sup>341</sup> Vgl. etwa Ahrweiler/Börner (2003), S. 32-35; Zantow/Dinauer (2011), S. 313f.

<sup>342</sup> Vgl. aktuell Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 200.

<sup>343</sup> Vgl. Hölscher (2010), S. 322.

daher stets nur im Rahmen einer umfassenden Bewertung des Einzelfalls ermittelt werden. Da es sich beim Factoring naturgemäß um ein Leistungsbündel handelt, erfordert ein fairer Vergleich eine entsprechende Relativierung oder aber ein alternatives Leistungsbündel (also z. B. eine Kombination aus einem kurzfristigen Bankkredit einerseits mit der Kreditversicherung von Lieferantenforderungen andererseits) als Benchmark.

Unabhängig von diesen theoretischen Erwägungen zeigt die Praxis eine im Zeitablauf zunehmende Wertschätzung der Unternehmen für das Factoring, dessen Markt durch kontinuierliche Umsatzsteigerungen gekennzeichnet ist, wie auch die nachfolgende Abbildung verdeutlicht.

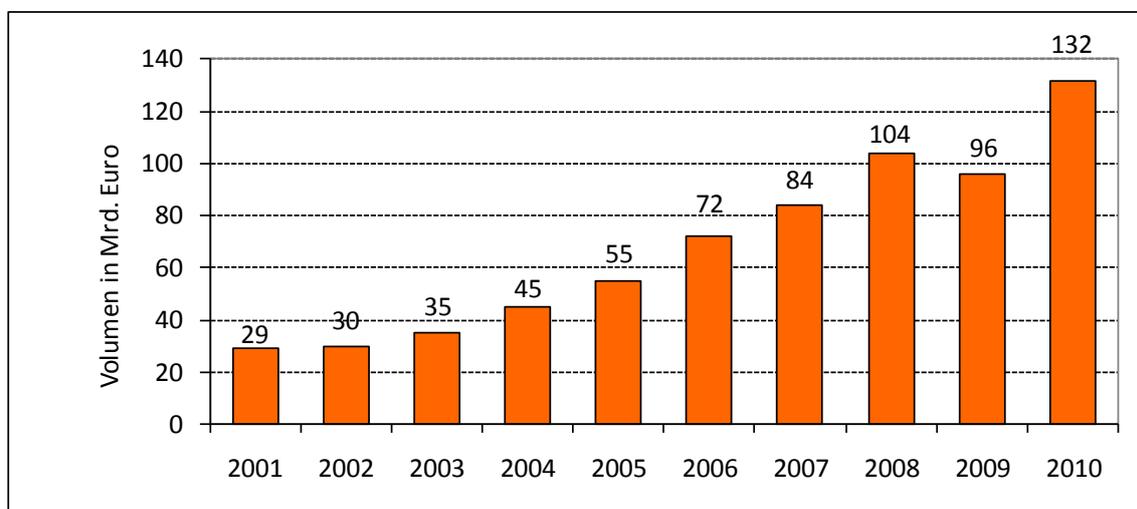


Abb. 19: Gesamtumsatzentwicklung Factoring<sup>344</sup>

Mitursächlich für diese Entwicklung sind die vergleichsweise geringen Mindestanforderungen, die an den Ursprungsgläubiger bzw. seine Forderungen an die -schuldner gestellt werden. In quantitativer Hinsicht gelten zwar Jahresumsätze von 2,5 – 3 Mio. Euro des Ursprungsgläubigers als übliches Minimum, jedoch existieren auch spezielle Factoringlösungen für kleinere Unternehmen<sup>345</sup>. Tatsächlich lässt sich – insbesondere in Zeiten knapper Liquidität – sogar eine umgekehrt zur Unternehmensgröße entwickelte Präferenz feststellen, also von „smaller firms being more likely to use factors“<sup>346</sup>. Die bevorzugte Laufzeit der angekauften Lieferantenkreditforderungen ist beim Factoring ähnlich kurzfristig wie bei der Kreditversi-

<sup>344</sup> Quelle: Deutscher Factoring-Verband (2011), S. 6. Vgl. ergänzend Hartmann-Wendels (2011).

<sup>345</sup> Vgl. Lippmann (2008), S. 290; Brink (2007), S. 371; Prätisch/Schikorra/Ludwig (2007), S. 188; Wieland (2003), S. 223f., 228.

<sup>346</sup> Summers/Wilson (2000), S. 61.

cherung: Dominierend ist ein Zahlungsziel von bis zu 90 Tagen bei Inlands- und bis zu 180 Tagen bei Exportforderungen<sup>347</sup>, womit es den Usancen der Lieferantenkreditgewährung entspricht. Diese lassen sich im Rahmen von Factoring-Kontrakten dann – mitsamt ihrem Kreditrisiko – transferieren, wenn ihnen abgeschlossene Leistungserbringungen gegenüber gewerblichen Abnehmern zugrundeliegen<sup>348</sup>.

Die Ähnlichkeiten zwischen Factoring und Kreditversicherung werden inzwischen durch die Variante des *Fälligkeitsfactoring* (maturity factoring) maximiert: Hierbei bekommt der Factoringkunde den Forderungsbetrag nicht mit einem Abschlag vorschüssig, sondern (erst) bei Fälligkeit ausbezahlt – und zwar auch dann, wenn der Ursprungsschuldner bis zu diesem Zeitpunkt gerade *nicht* zahlt. Insofern kann bei dieser Factoring-Variante tatsächlich die Übernahme der Delkrederefunktion dezidiert im Vordergrund stehen<sup>349</sup>. Neben diesen Annäherungen auf Leistungsebene existieren solche auf institutioneller Ebene: Kreditversicherungsunternehmen bieten inzwischen neben traditionellen Kreditversicherungskontrakten auf Wunsch auch Factoring oder sogar Forderungsverbriefungen über Asset Backed Securities an<sup>350</sup>. Alternativ zu dieser Erweiterung der unternehmenseigenen Produktpalette können KVU versuchen, das dem Kunden offerierte Leistungsspektrum durch Kooperationen mit Factoringgesellschaften und anderen Finanzdienstleistern abzurunden. Dabei können nicht zuletzt die Factor selbst zu Kreditversicherungskunden werden, indem sie die Delkredererisiken, die sie selbst im Rahmen von Factoring-Kontrakten übernommen haben, auf einen Kreditversicherer weitertransferieren<sup>351</sup>. Hieraus ergibt sich, dass Factoring und Kreditversicherung nicht allein in Konkurrenz zueinander stehen, sondern auch das Potential für Kombinationslösungen haben<sup>352</sup>.

---

<sup>347</sup> Vgl. ebda. i.V.m. Meyer (1997), S. 58.

<sup>348</sup> Vgl. Brink (2007), S. 370; Hölscher (2010), S. 322f.

<sup>349</sup> Vgl. grundsätzlich Ruddy/Mills/Davidson (2006), hier S. 21, 25; für Deutschland dezidiert Deutscher Factoring Verband (2009), S. 2.

<sup>350</sup> Vgl. am Beispiel von *Coface Deutschland* bereits Claire (2004).

<sup>351</sup> Vgl. Baden (2006), S. 445; sowie am konkreten Beispiel von Allianz- und UBS-Töchtern auch Aeberli (2005).

<sup>352</sup> Vgl. in der (deutschen) Frühzeit des Factoring bereits Krauß (1970), S. 176-183, bes. S. 181.

### 3.2.3.1.2 Forderungsverbriefung

Das im Vorkapitel dargestellte Factoring ist mit den nachfolgend behandelten Wertpapieren insoweit verwandt<sup>353</sup>, als diese als wertpapiermäßig verbrieft Version des Factoring verstanden werden können. Folgerichtig werden beide Handlungsoportunitäten traditionell eher als Finanzierungs- denn als Risikomanagementmaßnahme aufgefasst<sup>354</sup>. Bislang war Factoring ohne Bezug dazu definiert, wie der Factor die für den Forderungsankauf erforderlichen Mittel beschafft. Insbesondere bleibt offen, ob seine Finanzierung wertpapiermäßig ausgestaltet (verbrieft) ist oder nicht. Eine Factoring-Unternehmung kann insoweit auch wertpapierfinanziert sein, ohne dass es sich bei ihren Forderungsankäufen um eine Forderungsverbriefung i. e. S. handelt. Diese zeichnet sich vielmehr durch das Zusammenwirken<sup>355</sup> der folgenden Merkmale aus:

- Ausgangspunkt ist, dass ein Portfolio von Buchforderungen vom Risikoabgebenden (Originator, Initiator) verkauft wird
- an eine eigens dafür gegründete Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV),
- welche die für den Erwerb nötigen Mittel durch die Emission von Wertpapieren beschafft,
- deren Kapitaldienst allein aus den Zahlungseingängen auf die transferierten Ursprungsforderungen erfolgt
- und die auch – mangels anderer Vermögensgegenstände des SPV – allein mit diesen Forderungen besichert sind.

Da die vom SPV emittierten Wertpapiere (*securities*) insoweit allein mit den transferierten Forderungen (*financial assets*) unterlegt (*backed*) sind, und somit die Werthaltigkeit dieser Forderungen letztlich auch entscheidend für die Bewertung der emittierten Wertpapiere ist<sup>356</sup>, bezeichnet man sie als *Asset Backed Securities* (ABS). Die folgende Abbildung zeigt zunächst den *Kern* einer solchen ABS-Transaktion anhand der zugrundeliegenden Vertragsbeziehungen (→) und Zahlungsströme (-->).

---

<sup>353</sup> Vgl. etwa Börner/Schlösser (2009), S. 241; Bigus (2000), bes. S. 465.

<sup>354</sup> Vgl. unter entsprechenden Titeln stellvertretend Ohl (1994), Waschbusch (1998); Bigus (2000).

<sup>355</sup> Vgl. mit dahingehender Betonung und Abgrenzung von Teilen des Schrifttums Paul (1994), S. 120.

<sup>356</sup> Vgl. prägnant Paul (1994), S. 119; vgl. ergänzend zuvor Paul (1991), S. 22f.; später zudem Waschbusch (1998), S. 409f.

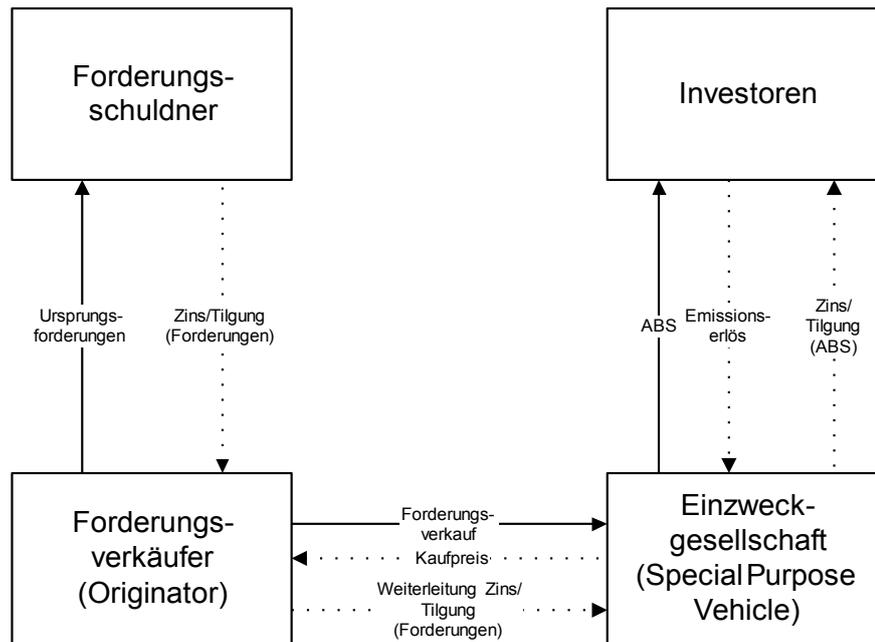


Abb. 20: Theoretische Grundstruktur von ABS-Transaktionen<sup>357</sup>

Idealtypisch für eine traditionelle Forderungsverbriefung ist dabei, dass die betreffenden Ursprungsforderungen durch einen uneingeschränkten Verkauf (true sale) tatsächlich vollständig aus der Bilanz des Originators in die des SPV transferiert werden. Dieser true sale beinhaltet dann insbesondere auch den vollständigen Transfer der mit den Forderungen verbundenen Kreditrisiken<sup>358</sup>. Insoweit stellen true sales das verbrieft Pendant des echten Factoring dar: Wie dort kommt es beim risikoabgebenden Originator eines true sale nicht nur zu einem Risikotransfer-, sondern parallel auch zu einem Finanzierungseffekt. Diesem doppelten Vorteil stehen indes erhebliche Nachteile einer ABS-Transaktion zum Zwecke des Risikotransfers gegenüber. Ursächlich dafür ist letztlich wieder das kredittypische Problem asymmetrischer Information. Während es bei der Ursprungsforderung zwischen Kreditgeber und -nehmer zu lösen ist, beeinträchtigt es nun auch die Beziehungen zwischen Originator, SPV und Investoren<sup>359</sup>. Denn die den Forderungen inhärenten Kreditrisiken werden laut obiger Grundstruktur

<sup>357</sup> Quelle: Horsch/Bonn (2009), S. 226.

<sup>358</sup> Vgl. exemplarisch u. a. Ricken (2007), S. 28, Deutsche Bundesbank (2004a), S. 29; Henke (2002), S. 79; Paul (1994), S. 145f.; sowie prägnant Rudolph et al. (2007), S. 44: „Die Zweckgesellschaft wird *allein mit dem Ziel* gegründet bzw. genutzt, den vom Originator geschaffenen *Pool regresslos anzukaufen* und *durch die Emission der Asset Backed Securities zu refinanzieren*“. (Hervorh. im Original andere).

<sup>359</sup> Vgl. ausführlich Franke (2004), passim, bes. S. 158 („erhebliche Interessenskonflikte“), 160, 163-168; sowie Deutsche Bundesbank (2004a), S. 36, 41f.

formal auf das SPV, ökonomisch auf dessen Investoren transferiert. Anders als ein Kreditversicherungs- oder Factoringunternehmen handelt es sich indes weder beim SPV noch bei den Investoren um Spezialisten für das Kreditrisikomanagement. Sind sich die Investoren dessen ebenso wie der mangelnden Rückgriffsmöglichkeit auf den Originator bewusst, werden sie die aus den ABS resultierende Chance-Risiko-Position indes in der Mehrheit nicht akzeptieren. Um in einer Welt unvollständiger und ungleich verteilter Informationen überhaupt umsetzbar zu sein, bedarf einerseits die vorstehende Grundstruktur nicht unerheblicher Erweiterungen um weitere Institutionen. Deren vorrangiger Zweck liegt in einer Reallokation der Forderungs- sowie weitere Struktur- und Verhaltensrisiken der Grundstruktur (z. B. das operative Risiko der Form, dass Kapitaldienste der Ursprungsschuldner deswegen nicht ans SPV und damit auch nicht an die Investoren fließen, weil sie beim Originator unterschlagen oder falsch verbucht werden)<sup>360</sup> auf die bereits involvierten Akteure oder eigens hinzugebetene Drittparteien. Die theoretische erweitert sich damit zu der auf der Folgeseite abgebildeten *faktischen Grundstruktur* einer traditionellen Forderungsverbriefung<sup>361</sup>.

Zudem zeigt die Realität der Märkte für Asset Backed Securities, dass sie selbst unter diesen veränderten Bedingungen primär institutionellen Investoren ausreichend attraktive Chance/Risiko-Positionen offerieren<sup>362</sup>.

---

<sup>360</sup> Vgl. zu den typischen Risiken einer ABS-Transaktion sowie den darauf gerichteten Sicherungsmöglichkeiten im Überblick Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 215-217; Pfaue (2011), S. 231-234.

<sup>361</sup> Für eine alternative Darstellung vgl. insbes. Jobst (2002), S. 6; sowie darauf bezogen später etwa Emse (2005), S. 36; Kern (2008), S. 75.

<sup>362</sup> Vgl. prägnant Jobst (2002), hier S. 3, 11. Zu Investitionen institutioneller Anleger u.a. in ABS vgl. zudem ausführlich Auerbach/Roth (2003).

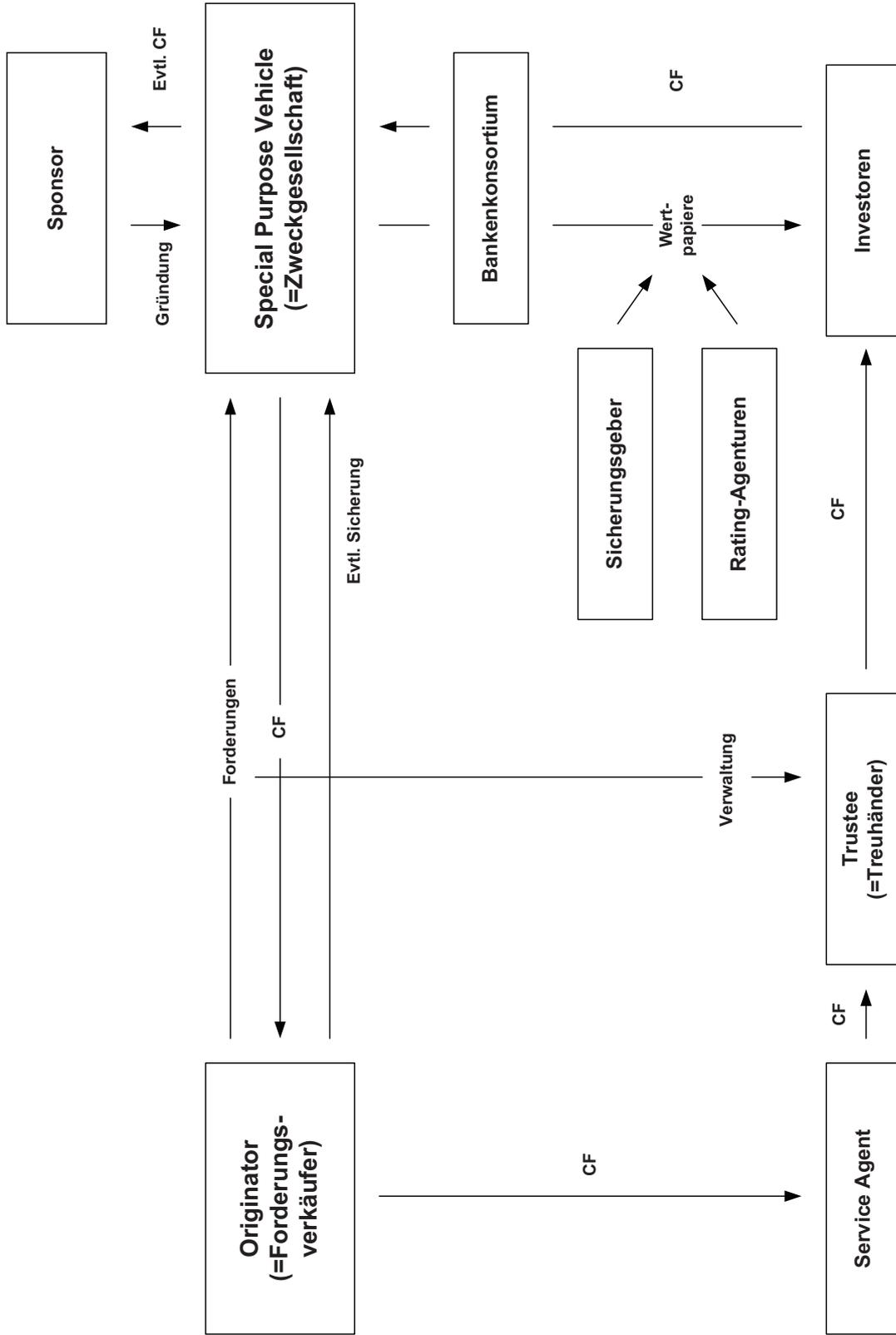


Abb. 22: Faktische Grundstruktur von ABS-Transaktionen<sup>363</sup>

<sup>363</sup> Quelle: Nach Paul (1991), S. 25.

Von den zusätzlichen Akteuren sind Servicer und Trustee primär mit den Forderungen als (der einzigen) Quelle der Cashflows an die Investoren und den daraufhin tatsächlich fließenden Zahlungsströmen befasst. Während das Servicing aus Effizienzerwägungen häufig dem Originator überlassen bleibt<sup>364</sup>, da er ohnehin die zahlungsverkehrstechnische Verbindung zum Ursprungsschuldner unterhält, dem dann auch keine neue Zahlungsweise mitzuteilen ist, muss die treuhänderische Aufgabe aus der Natur der Sache heraus einem zusätzlichen Akteur übertragen werden. Seine Reputation sowie treuhänderische Verpflichtung reduzieren dann aus Investorensicht das Risiko, dass es zu einem vereinbarungswidrigen Kapitaldienst kommt. Noch dezidierter in Richtung dieses Zwecks zielt die Einbindung von Sicherungsgebern – wie insbesondere Versicherungsunternehmen, die als *bond insurer* eine spezielle Form der Kreditversicherung praktizieren<sup>365</sup> – Konsortialbanken sowie Rating-Unternehmen, die aus der Gesamtstruktur heraus eine Expertenmeinung über die Wahrscheinlichkeit einer ordnungsgemäßen Kapitaldienstleistung auf die ABS äußern<sup>366</sup>. Erst das konzentrierte Mitwirken dieser Parteien ist geeignet, die Informationsdefizite auf Investorensseite so weit zu mildern, dass diese sich überhaupt in einer ABS-Emission engagieren.

Die faktische Grundstruktur zeigt, dass ABS-Transaktionen durch eine Mehrzahl von Kontrakten und Akteuren charakterisiert sind. Da es sich bei diesen um Unternehmer handelt, zielen sie folgerichtig auf (Arbitrage-) Gewinne aus ihrer Teilnahme an der Transaktion, die sich für den Originator folgerichtig in Transaktionskosten manifestieren. Um dennoch ausreichend wirtschaftlich zu sein, muss eine Forderungsverbriefung daher eine gewisse Mindestquantität aufweisen, denn „[d]a die Kosten der vertraglichen Gestaltung degressiv mit dem Gesamtvolumen einer Verbriefungsstruktur anwachsen, sind tragbare Transaktionskosten nur bei hohen Emissionsvolumina zu erreichen“<sup>367</sup>. Aufgrund der hohen Komplexität von ABS sind insbesondere die volumenunabhängigen Transaktionskosten auch höher als beim Factoring, ihrem unverbrieften Pendant<sup>368</sup>.

---

<sup>364</sup> Vgl. stellvertretend Bigus (2000), S. 465; sowie aktuell Pfaue (2011), S. 219f.

<sup>365</sup> Vgl. für eine prägnante Einführung zur *bond insurance* im ABS-Kontext Jobst (2002), S. 27f.

<sup>366</sup> Vgl. etwa Rudolph (2005), S. 177; Pfaue (2011), S. 220-222, 240f.

<sup>367</sup> Henke (2002), S. 91.

<sup>368</sup> Vgl. im Überblick Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 213; Bigus (2000), S. 466f.

Bereits diese *quantitative Mindestanforderung* ist für die Mehrheit der deutschen Unternehmen prohibitiv. Hinzu kommt, dass an das transferierende Unternehmen sowie die zu transferierenden Ursprungsforderungen *qualitative Mindestanforderungen* gestellt werden:

- Die Anforderungen an den Originator beziehen sich insbesondere auf das Know-how, welches erforderlich ist, um die ökonomischen und juristischen Voraussetzungen und Konsequenzen eines Kreditrisikotransfers per ABS umfassend abzuschätzen. Bereits von hierher ist erkennbar, dass sich diese Variante primär für größere Unternehmen eignet, die das Wissen, Wollen und Können zur fortgesetzten Emission aufweisen<sup>369</sup>.
- An das Forderungsbündel wiederum sind verschiedene Anforderungen zu stellen, von denen möglichst viele erfüllt sein sollten. Idealerweise handelt es sich um einen Pool, der aus untereinander einerseits *homogenen*, andererseits *wenig korrelierten* Forderungen besteht, die über einen eigenständigen, klar zurechenbaren Cashflow verfügen<sup>370</sup>. Als geeignet erwiesen haben sich daher Kreditformen, die durch Verwendungszweck, Besicherung, Losgröße, oder/und andere Merkmale eine gewisse Einheitlichkeit verzeichnen (wie insbesondere Hypothekenkredite, Konsumentenkredite, Autofinanzierungen oder Kreditkartenforderungen) und deswegen primär von Banken vergeben werden. Demgegenüber sind „Kredite an Unternehmen [...] aufgrund ihrer starken Heterogenität schwieriger zu verbrieften“<sup>371</sup>. In der Folge haben sich die entsprechenden Segmente des Verbriefungsmarktes zeitverzögert entwickelt.

Für diversifizierte Pools aus buchmäßigen Krediten von Banken an Nichtbanken existiert dafür das Instrument der *Collateralized Loan Obligations*<sup>372</sup>. Im Kontext der vorliegenden Arbeit sind diese jedoch weniger von Interesse als Möglichkeiten, Lieferantenkredite von Nichtbanken an Nicht-

---

<sup>369</sup> Vgl. umgekehrt zur entsprechenden Zurückhaltung mittelständischer Unternehmer Hommel et al. (2005), S. 391f.; Bechthold/Glüder (2005), S. 377f.

<sup>370</sup> Vgl. prägnant Claire (2004), S. 30. Ausführlich zu den Anforderungen an zu verbrieftende Forderungen sowie den Folgen verletzter Mindestanforderungen vgl. Bär (2000), S. 165-175. Vgl. im Überblick auch Pfaue (2011), S. 212f.

<sup>371</sup> Burghof (2004), S. 72.

<sup>372</sup> Vgl. einführend zu CLOs Rudolph (2006), S. 434f.; sowie – anhand konkreter Transaktionen – etwa Becker (2006); Rudolph et al. (2007), S. 53-58. Vgl. ausführlich insbes. Jobst (2002).

banken zu verbriefen. Die Gesamtaufnahme des für Verbriefungen maßgeblichen US-Marktes zeigt, dass der Anteil entsprechender Transaktionen am Gesamtvolumen von Kreditverbriefungen im letzten Jahrzehnt von anfänglich noch etwa 5 % auf unter 3 % gesunken ist<sup>373</sup>. Insofern haben sich Handelsforderungen auch auf dem bei weitem bedeutendsten Markt bislang als zwar nicht grundsätzlich ungeeignet, aber doch weniger attraktiv für Forderungsverbriefungen erwiesen. Dieses Nischendasein der Verbriefung von Handelsforderungen im Besonderen wiegt dann auf einem Verbriefungsmarkt wie dem deutschen umso schwerer, der auch im Allgemeinen deutlich weniger entwickelt ist<sup>374</sup>.

Der institutionalisierte Versuch, die Probleme quantitativer wie qualitativer Mindestanforderungen simultan zu lösen, stellen sogenannte Multi-Seller-Strukturen dar. Hierbei veräußert nicht ein risikoabgebendes Unternehmen allein, sondern eine Mehrzahl von Originatoren 1, 2, ..., n einen Forderungspool – entweder direkt oder über zwischengeschaltete SPVs 1, 2, ..., n – an letztlich ein und dasselbe SPV x, das dieses insoweit diversifizierte Gesamtbündel als underlying für die eigentliche ABS-Emission am Wertpapiermarkt nutzt<sup>375</sup>. Diese Konstruktion ist grundsätzlich auch für Lieferantenkredite geeignet. Gleichwohl war eine solche Verbriefung unternehmerischer Handelsforderungen bereits vor der Finanzmarktkrise und den dadurch induzierten Regulierungsinnovationen eher selten. Dieser Ausnahmeharakter dürfte sich durch die krisengetriebene Regulierung der beteiligten Bankintermediäre zukünftig eher verstärken denn abschwächen<sup>376</sup>.

Im Kontext dieser Arbeit, die Risikotransfervarianten insoweit beleuchtet, als sie für ein deutsches Unternehmen, das als Lieferantenkreditgeber fungiert, eine Opportunität zur Kreditversicherung bieten, ist damit die Relevanz von Forderungsverbriefungen erheblich limitiert: Primär dann, wenn die Lieferantenkreditvergabe an andere Unternehmen erfolgt, eignen sich die Kredite für einen Risikotransfer durch Kreditversicherung, nicht jedoch für Verbriefungen, im Falle von Lieferantenkrediten an Konsumenten ist es umgekehrt. Insoweit stehen Kreditversicherung und Kreditverbriefung

---

<sup>373</sup> Zur (mangelnden) Eignung von Handelsforderungen vgl. auch Rudolph et al. (2007), S. 49.

<sup>374</sup> Vgl. im Zeitablauf Deutsche Bundesbank (2004a), S. 36; Bechthold/Glüder (2005), S. 377; Deutsche Bundesbank (2009), S. 27f.

<sup>375</sup> Vgl. im Überblick Pfau (2011), S. 218; Bund (2002), S. 482f.

<sup>376</sup> Vgl. kritisch Meissner (2010), S. 1034f.

nicht in einem Konkurrenzverhältnis. Aufgrund dessen sowie der genannten quantitativen und qualitativen Mindestanforderungen ist der Transfer des Kreditrisikos in Einheit mit dem der Ursprungsforderungen daher eine Opportunität, die für eine Minderheit größerer Unternehmen reserviert ist.

„Der hohe erforderliche Forderungsbestand und die hohen Fixkosten einer an sich komplexen ABS-Transaktion sowie das notwendige Know-how begründen bedeutsame Nachteile dieser Finanzierungsalternative und lassen sie ausschließlich für größere mittelständische und große Unternehmen, die regelmäßig ABS-Transaktionen durchführen, ratsam erscheinen.“<sup>377</sup>

Soweit es diese Unternehmen betrifft, könnte ein wieder auflebender ABS-Markt Opportunitäten zu traditionellen Kreditversicherungslösungen bieten, für die Majorität der deutschen Unternehmen ist dies indes nach wie vor ein wenig attraktiver Weg, der die Intermediärsrolle der Kreditversicherungsunternehmen daher derzeit kaum in Frage stellt.

### 3.2.3.2 Transfer des Kreditrisikos eines Forderungsbündels

Nachdem bereits der Transfer des Kreditrisikos einer *Einzelforderung* betrachtet wurde, werden in diesem Kapitel die Maßnahmen beim a) Transfer des Kreditrisikos b) eines ganzen *Forderungs**bü**ndels* erläutert. Es handelt sich demnach um die Übertragung von Portfolio-Kreditrisiken und nicht um den Transfer der Kreditportfolien selbst. Als Grundsatz gilt, dass sich die für Einzelforderungen anwendbaren Instrumente ohne tiefgreifende Modifikationen analog auch auf Forderungs**bü**ndel anwenden lassen<sup>378</sup>. Hierfür existieren (1) die synthetische Verbriefung und (2) Basket Credit Default Swaps (Basket CDS bzw. BDS) und als unverbrieft Form (3) die Versicherung von Kreditpools.

Ad (1): Im Rahmen einer synthetischen Kreditverbriefung erfolgt im Gegensatz zu den oben dargestellten (True-Sale-)ABS keine Übertragung der eigentlichen Kredite, sondern lediglich der inhärenten Kreditrisiken

---

<sup>377</sup> Börner/Schlösser (2009), S. 242. Vgl. ausführlich und im Ergebnis z.T. positiv mit Blick auf große Mittelständler Schmittat (2007), hier S. 364-370; eher negativ ausgehend von Anreizen des deutschen (Gewerbe-)Steuerrechts für die Verbriefung von Handelsforderungen mittelständischer Unternehmen vgl. Hommel et al. (2005), passim; sowie ergänzend Schauerte (2006).

<sup>378</sup> Vgl. u.a. Trafkowski (2009), S. 25; Sievers (2009), S. 98; Sommerfeld (2001), S. 311.

(Non-/Not-True-Sale). Dieser Transfer lässt sich sowohl mit als auch ohne Einbindung einer Zweckgesellschaft realisieren. In beiden Fällen ist sodann entweder eine Voll- oder eine Teilfinanzierung möglich. Erstere zeichnet sich dadurch aus, dass das Volumen des abzusichernden Kreditportfolios ebenso hoch ist wie das Volumen der als underlying fungierenden Wertpapierinvestitionen<sup>379</sup>. Im Fall einer Teilfinanzierung ist das Volumen des underlying hingegen größer. Findet die synthetische Verbriefung über eine Zweckgesellschaft statt, verbleiben die Forderungen in der Bilanz des Originators/Sicherungsnehmers, der folgerichtig auch weiterhin die zugehörigen Zins- und Tilgungszahlungen erhält. Mit der Zweckgesellschaft schließt er lediglich einen Credit Default Swap (CDS) ab<sup>380</sup>. Dieser sichert den Originator gegen Zahlungsausfälle der Schuldner, für diese Absicherung zahlt er wiederum eine Prämie an die Zweckgesellschaft. Jene emittiert daraufhin Wertpapiere, deren Emissionserlös sie in (erstklassige) Wertpapiere (wie vorzugsweise Staatsanleihen oder Pfandbriefe) oder Bankeinlagen investiert<sup>381</sup>.

Die Cashflows aus diesen Wertpapierinvestitionen in Verbindung mit den Prämienzahlungen des Originators im Rahmen des CDS dienen der Zweckgesellschaft als Mittelquellen, um die regelmäßigen Kapitaldienstzahlungen an die Investoren sowie im Fall des Kreditausfalls die Ausgleichszahlungen an den Originator vorzunehmen. Erst hieraus ergibt sich die Fähigkeit der Zweckgesellschaft, als (Kredit-)Versicherungsgeber zu fungieren. Hierbei ist entscheidend, dass Zahlungen an den Originator Priorität haben: Kommt es zum Credit Event, leistet das SPV seine Zahlungen an den Sicherungsnehmer aus dem durch Prämien und Kapitaldienstzahlungen vereinnahmten Liquiditätsbeständen bzw. der Liquidierung der als underlying dienenden eigenen Wertpapierinvestitionen. Da die SPV-Investoren in diesem Fall – also eingetretene Kreditrisiko – mit einer Einschränkung ihres Kapitaldienstes rechnen müssen, handelt es sich auch bei der SPV-Emission faktisch um eine Form von *Credit Linked Notes* – aus denen allerdings nur dem SPV und nicht dem Sicherungsnehmer Liquidität zufließt<sup>382</sup>. Zwar ließe sich diese Finanzierungswirkung faktisch zum

---

<sup>379</sup> Vgl. Emse (2005), S. 12.

<sup>380</sup> Vgl. etwa Jobst (2002), S. 33; Kothari (2006), S. 525f.; Kern (2008), S. 79f.

<sup>381</sup> Vgl. stellvertretend Emse (2005), S. 39f.

<sup>382</sup> Vgl. Ricken (2007), S. 43f.

Sicherungsnehmer durchleiten, wenn das SPV die eigenen Investitionen in von ihm emittierte Schuldverschreibungen vornimmt, doch steht dem regelmäßig entgegen, dass dann Kreditwürdigkeit und Rating des Sicherungsnehmers – und nicht das abgesicherte Kreditportfolio – das Rating der CLN prägen würden<sup>383</sup>.

Steht neben dem Risikotransfer der Finanzierungseffekt im Vordergrund, lassen sich zielgerichtet *Credit Linked Notes* durch den Originator selbst emittieren, die auf ein Referenzportfolio seiner Forderungen bezogen sind: Dann findet eine synthetische Kreditverbriefung ohne Einbindung einer Zweckgesellschaft statt, indem der Originator/Sicherungsnehmer seinerseits eine Anleihe emittiert, deren Kapitaldienst(auszahlungen) von den Kapitaldienst(einzahlung)en bzw. Ausfällen bestimmter eigener Forderungspositionen abhängt. Abgesehen davon bedient er die CLN aus den Kapitaldienst(einzahlungen), die er aus den Wertpapierinvestitionen erhält, die er mit Verwendung des CLN-Emissionserlöses getätigt hat<sup>384</sup>. Die Emission erfolgt dabei auch hier typischerweise in unterschiedlichen Tranchen mit verschiedenen Rendite/Risiko-Positionen. Rendite wie Risiko sind dabei um so höher, je früher bzw. umfänglicher der Investor einer Tranche von Ausfällen im Referenzportfolio betroffen ist: Bei einem abgesicherten Nominalvolumen von  $z$  Mio. € trägt die erste Tranche Verluste im Portfolio von 0 bis  $a$  €, die nächstrisikante/-rentierliche Tranche die darüber hinausgehenden Verluste von  $(a+1)$  bis  $b$  € usw., die letzte Tranche schließlich die Verluste im Intervall  $(y+1)$  bis  $z$  €<sup>385</sup>. Die Positionierung determiniert hierbei die Schadenwahrscheinlichkeit, die Breite des Verlustintervalls die Schadenhöhe für die Investoren einer Tranche, beide zusammen ergeben ihren Schadenerwartungswert. Die zentrale Rolle von CDS im Rahmen vorgenannter CLN-Konstruktionen bewirkt dabei, dass die Grenzen zwischen (synthetischer) Verbriefung, CLN und CDS fließend sind.

---

<sup>383</sup> Vgl. Sievers (2009), S. 97.

<sup>384</sup> Anknüpfend daran, dass solche Emissionen eher durch Risikomanagementinteressen des Emittenten denn durch Anlageinteressen der Investoren getrieben sind, lassen sie sich als „Credit Portfolio Securitization Structures“ von anderen CLN abgrenzen, vgl. dazu ausführlich Das (2000), S. 127-167.

<sup>385</sup> Vgl. ausführlich etwa Hull (2009), S. 660f.

Ad (2): Ebenso wie insofern hybride Verbriefungen/CLN<sup>386</sup> lassen sich auch CDS forderungsbündelbezogen ausgestalten. Diese alternative Form des Transfers ausschließlich des Kreditrisikos von Forderungsbündeln heißen Basket Credit Default Swaps. Anders als die bereits dargestellten (Single-Name-)CDS beziehen sich diese (Multi-Name-)Derivate auf verschiedene Forderungen eines Gläubigers gegenüber unterschiedlichen Schuldern. Ausgehend davon existieren folgende Grundformen hinsichtlich der Credit Events und Sicherungspflichten:

- Ein First-to-Default-BDS verschafft dem Sicherungsnehmer eine Ausgleichszahlung (nur) für den ersten Ausfall. Gleichzeitig endet der Swap, der Sicherungsnehmer verliert also die Schutzwirkung für die anderen, bisher nicht ausgefallenen Forderungen für die verbliebene Laufzeit<sup>387</sup>.
- Aus einem *m*th-to-default BDS hingegen erhält der Sicherungsnehmer (erst) dann eine Ausgleichszahlung des Sicherungsgebers, wenn exakt der *m*-te Kreditnehmer ausfällt<sup>388</sup>. Die aus den Ausfällen der Kredite 1, 2, ..., *m* – 1 entstandenen Schäden bzw. Verluste hingegen muss der Sicherungsnehmer selbst tragen bzw. anderweitig absichern.
- Im Falle von Add-up- oder First-Loss-BDS erhält der Sicherungsnehmer – bis zum Erreichen einer Gesamtverlustschwelle – solange eine Ausgleichszahlung, wie (irgend)einer der Referenzschuldner ausfällt, womit diese Form „einem Portfolio von Credit Default Swaps mit einem CDS für jeden Referenzschuldner“<sup>389</sup> entspricht.

Sowohl bei synthetischen Verbriefungen als auch bei BDS kommt der Korrelation der Ausfallwahrscheinlichkeiten innerhalb des Kreditportfolios zentrale Bedeutung zu, da sich die vom Sicherungsnehmer zu zahlenden

---

<sup>386</sup> Vgl. Henke (2002), S. 85.

<sup>387</sup> Vgl. einführend Boyer/Papageorgiou (2005), S. 203; Ciupke (2008), S. 38; Sievers (2009), S. 99. Ausführlich zu First-to-Default BDS vgl. Das (2000), S. 39f., 175f., 215.

<sup>388</sup> Vgl. prägnant etwa Jackson/Krein/Zhang (2010), S. 196: „In an *m*th-to-default BDS, the protection buyer pays a specified rate [...] on a specified notional principal periodically until the *m*th default occurs among the reference entities or until the maturity of the contract. If the *m*th default happens prior to the maturity of the BDS, the protection seller pays the losses caused by the *m*th default *only* to the protection buyer.“ (Hervorh. z. T. im Original, z. T. von den Verf.).

<sup>389</sup> Hull (2009), S. 655. Vgl. auch Henke (2002), S. 84.

Risiko- bzw. Versicherungsprämie sich maßgeblich hieraus ableitet.<sup>390</sup> Die auf diesen Korrelationen ruhende Bepreisung von synthetischen Verbriefungen wie auch Basket CDS ist von erheblicher Komplexität<sup>391</sup>, womit der Einsatz dieser Instrumente Marktteilnehmern vorbehalten bleibt, die über das entsprechende Bewertungswissen, -können und -wollen verfügen.

Darüber hinaus gilt analog den Single-Name-Kreditderivaten: Eine Verbriefung der Ursprungsforderungen ist zwar keine *conditio sine qua non*, jedoch erleichtert sie die Bepreisung darauf bezogener Derivate erheblich. Umgekehrt sind Kreditderivate schon für Finanzkredite mittelständischer Unternehmen eher die Ausnahme, für Lieferantenkredite schließlich überhaupt nicht erhältlich.

Ad (3): Das traditionelle unverbriefte Pendant zu den bis hierher beschriebenen verbrieften Varianten stellt abermals die Kreditversicherung dar: Grundsätzlich können Kreditversicherungen nicht nur zur Absicherung von Einzelforderungen, sondern auch für die Absicherung von Forderungsbündeln eingesetzt werden. Hierbei werden Kredite gleicher Art zu einem Pool zusammengefasst. Die resultierenden Zahlungsströme entsprechen denen einer Einzelversicherung: Der Versicherungsnehmer zahlt eine Versicherungsprämie und erhält dafür im Schadensfall (Ausfall des Kreditpools) Entschädigungsleistungen vom Kreditversicherer.<sup>392</sup> Verglichen mit der Absicherung von Einzelforderungen muss der Kreditversicherer zuvor nicht m-fach eine so intensive Kreditwürdigkeitsprüfung wie im Fall einer Einzelforderung durchführen, da ausgehend von der Größe des Kreditpools erwartet wird, dass es zu Risiko-Diversifikationseffekten kommt, so dass sich die Rendite/Risiko-Entwicklung des Pools in der Gesamtheit anhand von Erfahrungswerten gut prognostizieren lässt.<sup>393</sup>

Typisch für die Versicherung von Kreditpools sind Mantelverträge, um eine stabile Struktur des Kreditpools zu gewährleisten. Hiermit soll dem auf Seiten des Versicherungsnehmers existenten moralischen Risiko infolge eines Anreizes zum cherry picking begegnet werden: Dieser besteht grundsätzlich darin, den Forderungspool zuungunsten des Versi-

---

<sup>390</sup> Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 92f.

<sup>391</sup> Vgl. m.w.N. aktuell etwa Frey/Backhaus (2008); Jackson/Kreinin/Zhang (2010).

<sup>392</sup> Vgl. Brauel (2005), S. 11.

<sup>393</sup> Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 21; analog auch Henke (2002), S. 77; sowie ergänzend Boyer/Papageorgiou (2005), S. 207, 209, 216.

cherers zu verändern, indem risikoärmere Kredite aus dem Pool entfernt und risikoreiche hinzugefügt werden. Um dieses negative Ausleseergebnis zu verhindern, behält sich der Kreditversicherer regelmäßig das Recht vor, einzelne Kredite des Pools intensiver zu überprüfen. Fällt seine darauf beruhende Einzelbewertung negativ aus, kann die Versicherung des zugrunde gelegten Forderungspools insgesamt abgelehnt werden.<sup>394</sup> Zudem ist in quantitativer Hinsicht die Festsetzung eines maximalen Kreditvolumens unabdingbar. Mit diesem werden versicherte von nicht mehr versicherbaren Forderungen separiert, um den Anreiz zu einer qualitativ zu nachlässigen bzw. quantitativ ausufernden Lieferantenkreditvergabe zu dämpfen<sup>395</sup>.

### 3.3 Auswahlentscheidungen über Instrumente des Kreditrisikotransfers

Die Ausführungen des Vorkapitels 3.2 haben gezeigt, welche grundsätzlichen Handlungsmöglichkeiten für den Transfer von Kreditrisiken existieren. Durch das faktische Nebeneinander dieser Opportunitäten am Markt im Allgemeinen und ebenso durch die vorangegangene Darstellung im Besonderen wird erkennbar, dass es keine Opportunität gibt, die den übrigen per se überlegen wäre. Vielmehr ist die Anwendbarkeit der Varianten des Kreditrisikotransfers dem Grunde sowie der ökonomischen Vorteilhaftigkeit nach von den (institutionellen) Gegebenheiten abhängig, hierbei insbesondere von Kreditgeber, -nehmer sowie -art. Im Folgenden wird daher ein systematischer Katalog der Kriterien entwickelt, die über die Akzeptanz und Vorteilhaftigkeit von Kreditrisikotransfermöglichkeiten entscheiden. Dieser Katalog macht die Erkenntnisse nutzbar, die von der finanzwirtschaftlichen Forschung in einem anderen Teilbereich der Steuerung von Kreditrisiken erzielt worden sind, denn er beruht auf einem Kriterienkatalog, wie er u. a. von SÜCHTING für die Systematisierung und Bewertung von *Kreditsicherheiten* verwendet worden ist<sup>396</sup>.

---

<sup>394</sup> Vgl. Pfingsten (2000), S. 712f.

<sup>395</sup> Vgl. entsprechend bereits Herrmannsdorfer (1926), S. 451.

<sup>396</sup> Vgl. im Zeitablauf Süchting (1976), S. 169-175; i.V.m. Süchting (1995), S. 211-216. Vgl. aus der Finanzierungsliteratur im Vergleich deutlich knapper zu möglichen Kriterien Wöhe et al. (2009), S. 222f. Vgl. demgegenüber mehr auf die Darstellung der einzelnen Varianten fokussiert Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 386-394; sowie bes. detailliert Bieg/Kußmaul (2009), S. 137-154.

### 3.3.1 Vergleichskriterien

#### 3.3.1.1 Anwendbarkeit von Varianten des Kreditrisikotransfers dem Grunde nach

Einer Abwägung von Vor- und Nachteilen bestimmter Handlungsmöglichkeiten vorgelagert ist die Klärung der Frage, ob sie für einen bestimmten Akteur in einer konkreten Situation konkret wählbare oder nur hypothetische Alternativen darstellen. Letzteres bleiben sie dann, wenn mindestens eine notwendige Voraussetzung für eine Anwahl nicht erfüllt ist, wenn also Marktstrukturen oder -regeln existieren, die den Zugang potentieller Risikoverkäufer zu entsprechenden Instrumenten be- oder sogar verhindern. Entsprechend kritische Mindestanforderungen können rechtlicher und wirtschaftlicher Natur sein. Bei den rechtlichen Anforderungen, die im Rahmen dieser Arbeit nicht vertieft werden können, lässt sich wiederum in solche formeller und solche materieller Art unterscheiden<sup>397</sup>.

- Formelle Anforderungen richten sich darauf, dass ein Vertrag zum Transfer des Kreditrisikos formalrechtlich untadelig ist. Dies betrifft insbesondere die Einhaltung von Form- und Zugangsvorschriften, aber auch die Vollständigkeit<sup>398</sup> des Transfervertrages.
- Materielle Anforderungen meinen, dass aus Inhalt, Zweck und Durchführung des Transfervertrages keine Möglichkeiten der Einrede seitens des Ursprungsschuldners, des Risikokäufers oder eines sonstigen Dritten resultieren dürfen<sup>399</sup>. Denkbar wäre dies nicht nur durch einen Verstoß gegen die guten Sitten, sondern insbesondere dann, wenn der Transfer- gegen den Ursprungsvertrag verstößt.

Zu den genannten rechtlichen treten ökonomische Mindestanforderungen hinzu, die sich aus den Marktusancen ergeben. Werden sie nicht erfüllt, ist einem Unternehmen die Wahl einer bestimmten Variante des Kreditrisikotransfers zwar nicht verboten, der Gegensatz zu den Marktgegebenheiten

---

<sup>397</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden Süchting (1995), S. 211f.

<sup>398</sup> Vollständigkeit im eigentlichen Sinne ist nicht erreichbar, da Verträge infolge der Unvollkommenheit und Ungleichverteilung menschlichen Wissens stets mehr oder weniger unvollständig bleiben, vgl. grundlegend Williamson (1988), hier S. 68. Vgl. mit Bezug dazu aktuell Schneider (2011), S. 220; sowie ergänzend bereits Schneider (1997), S. 23f. Insoweit ist hier eine möglichst weitgehende Schließung von Vertragslücken gemeint.

<sup>399</sup> Vgl. Süchting (1995), S. 211.

wäre jedoch so groß, dass sich Kontraktpartner faktisch nicht oder nur zu prohibitiven Konditionen finden lassen würden.

- *Quantitative* Mindestanforderungen beziehen sich regelmäßig auf das Kontraktvolumen, hier also die abzusichernden (Lieferanten-) Kreditbeträge. Beispielsweise sind für den Abschluss von Kreditversicherungs- oder Factoring-Verträgen nur geringe Mindest(umsatz)volumina Bedingung, während für CDS weitaus höhere und insbesondere für ABS Mindest(emissions)volumina im dreistelligen Eurobereich gelten. Quantitative Kontraktstandards können des Weiteren für Anzahl oder Laufzeit der abzusichernden Kontrakte bestehen. Bezugsobjekt quantitativer Mindestanforderungen kann überdies die risikotransferierende Partei sein, von der die Erfüllung bestimmter Mindeststandards (Größenmaßstäbe wie Umsatz, Bilanzsumme, Transfersumme, aber auch eher risikoorientierte, wie z. B. ein Mindestalter oder Kapitalstrukturkennziffern)<sup>400</sup>.
- *Qualitative* Mindestanforderungen meinen nicht zahlenmäßig beschriebene Standards. Hierunter fielen kontraktbezogen etwa die Einhaltung bestimmter marktüblicher Dokumentationsstandards, parteibezogen etwa das Vorhandensein der nötigen Reputation auf einem Markt. Beispielsweise gelten verbrieftete Kreditrisikotransferlösungen wie Kreditderivate oder Verbriefungen für kleine und mittelgroße Unternehmen auch deswegen als nicht praktikabel, weil ihnen ein *track record* am Kapitalmarkt fehlt. Mit Blick darauf, dass die Varianten des Kreditrisikotransfers im Rahmen dieser Arbeit als Opportunitäten zu Kreditversicherungsverträgen behandelt werden, ist entscheidende Mindestanforderung indes, dass eine Variante auch für den Transfer von Kreditrisiken aus Lieferantenkrediten verwendet werden kann, oder ob die Marktteilnehmer sie nur im Bereich der Finanzkredite akzeptieren. Schon aus diesem Grund stellen etwa Credit Default Swaps nur in sehr begrenztem Maße eine Opportunität zur Kreditversicherung – und mithin auch nur eine begrenzte Bedrohung für die Wettbewerbsposition der Kreditversicherungsunternehmen – dar.

---

<sup>400</sup> Vgl. am Beispiel des Factoring (quantitativ zu Jahresumsatz, Länge der Zahlungsziele, durchschnittliche Rechnungsbeträge; qualitativ zur Diversifizierung der Kundenbasis) Bieg/Kußmaul (2009), S. 411.

Erfüllt ein potentieller Risikoverkäufer bzw. sein Forderungsbestand die juristischen und ökonomischen Mindestanforderungen, ist eine Auswahl unter den demnach praktikablen Alternativen zu treffen.

### 3.3.1.2 Vergleich von Varianten des Kreditrisikotransfers der Vorteilhaftigkeit nach

Führt die Prüfung von Transfervarianten zu dem Ergebnis, dass mindestens zwei von ihnen für den Entscheider wählbar sind, benötigt er in einem zweiten Schritt Vergleichskriterien, die ihm über die Vorteilhaftigkeit entscheiden helfen. Ein diesbezüglich für Kreditsicherheiten entwickelter Kriterienkatalog<sup>401</sup> kann für die Entscheidung über Alternativen des Kreditrisikotransfers wie folgt erweitert werden.

*Counterparty Risk:* Für die Bewertung einer Risikotransfervariante relevant ist insbesondere die Frage, ob und inwieweit das Kreditrisiko aus der originären Vertragsbeziehung ersetzt wird durch das des Risikokäufers<sup>402</sup> und ob und inwieweit es auf den Risikoverkäufer zurückfallen kann. Grundsätzlich ließe sich die oben angeführte Gefahr juristisch bedingter Unwirksamkeit der Transferverträge infolge formaler oder materieller Gründe auch hier einordnen. Aus ökonomischer Sicht fiele das originäre Kreditrisiko auf ihn zurück, wenn originärer Schuldner (OS) und Risikokäufer (RK) zeitgleich zahlungsunfähig wären. Die Verlusterwartung nicht zuletzt für Kreditderivate oder -versicherungen verändert sich insoweit von

$$EL_{\text{ungesichert}} = PD_{\text{OS}} \times LGD \times EAD \quad \text{auf}$$

$$EL_{\text{gesichert}} = PD_{\text{OS}} \times PD_{\text{RK}} \times LGD \times EAD.$$

Unterstellt ist hierbei die Unabhängigkeit der beiden Ausfallwahrscheinlichkeiten. Ob diese tatsächlich gegeben ist, hängt wiederum von der Ausgestaltung des Einzelfalls ab. Je höher die Anzahl der Forderungen eines bestimmten OS<sub>i</sub>, für die ein und derselbe RK<sub>j</sub> ein Sicherungsversprechen abgegeben hat, desto größer die Gefahr, dass eine Insolvenz von OS<sub>i</sub> die von RK<sub>j</sub> nach sich zieht. Ein exemplarisches Beispiel hierfür lieferte die

---

<sup>401</sup> Vgl. dazu ausführlich Süchting (1995), S. 212-216.

<sup>402</sup> Im Fall der Versicherung verbriefteter Kredite gilt demnach, dass eine „[b]ond insurance substitutes the default risk of the insurance company for the default risk of the issuer“, Gore/Sachs/Trzcinka (2004), S. 279.

Finanzmarktkrise 2007/2008, in deren Verlauf einzelne Bond Insurer, die sich auf die Deckung der Ausfallrisiken aus bestimmten Wertpapieren spezialisiert hatten, durch den unerwartet flächendeckenden Ausfall dieser Papiere selbst in Zahlungsschwierigkeiten gerieten<sup>403</sup>.

<b>Kreditsicherheiten</b>		<b>Kreditrisikotransfer</b>	
<b>Kriterium</b>	<b>Erläuterung</b>	<b>Kriterium</b>	<b>Erläuterung</b>
<b>Wertbeständigkeit</b>	Ausmaß von Marktpreisrisiken für Sicherungsobjekte; Beeinflussung durch Bonitätsrisiko des Schuldners	<b>Counterparty Risk</b>	Gefahr des Rückfalls des Ursprungsrisikos durch Insolvenz des Sicherungsgebers
<b>Liquidierbarkeit</b>	Breite und Tiefe des Marktes für Sicherungsobjekte, dadurch bedingter Zeitaufwand/Transaktionskosten der Veräußerung	<b>Liquiditäts-/Finanzierungseffekt</b>	Zeitpunkt und Bedingtheit des Liquiditätszuflusses
<b>Unabhängigkeit</b>	(Un-)Abhängigkeit vom Schuldner / verborgenen Handlungen auf seiner Seite	<b>Unabhängigkeit</b>	(Un-)Abhängigkeit von erlaubten / unerlaubten Handlungen der Ursprungsschuldner / Sicherungsgeber
<b>Wirtschaftlichkeit</b>	Transaktionskosten der Sicherheitenbestellung, -verwaltung und -verwertung	<b>Wirtschaftlichkeit</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transferprämie</li> <li>• Transaktionskosten der Anbahnung, Verhandlung, Durchführung und Anpassung des Transfervertrags</li> <li>• implizite Transferkosten</li> </ul>
		<b>Nebenwirkungen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rückkopplungseffekte auf Gläubiger-Schuldner-Beziehung</li> <li>• generelle Reputations-effekte</li> </ul>

*Tab. 4: Übertragung von Vergleichskriterien für Varianten der Kreditbesicherung auf solche des Kreditrisikotransfers*

<sup>403</sup> Vgl. prägnant etwa Cechetti/Gyntelberg/Hollanders (2009), hier S. 45; stellvertretend für frühzeitige Bedenken Dinallo (2008), bes. S. 3, 8f.; speziell zu AIG später Harrington (2009), hier S. 3f.

Der Risikoverkäufer ist aus der Natur der Sache an einer Insolvenzwahrscheinlichkeit des Risikokäufers interessiert, die nicht nur von der des Ursprungsschuldners unabhängig, sondern auch sonst möglichst gering ist. Da er seinerseits nur selten über das Wissen, Wollen und Können<sup>404</sup> verfügen dürfte, die Insolvenzwahrscheinlichkeit des Risikokäufers selbständig einzuschätzen, ist er auf dahingehende Ersatzinformationen (z. B. Ratings von Rating-Unternehmungen oder die Reputation eines Risikokäufers) angewiesen. Als Qualitätsindikator könnte auch eine (staatliche) Beaufsichtigung fungieren, insbesondere dann, wenn sich diese Regulierung auf eine Insolvenzvermeidung oder Sicherung der Erfüllbarkeit der Verträge richtet. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass das Counterparty Risk dann bedeutend reduziert wird, wenn die Sicherungskonstruktion nicht nur ein Zahlungsverprechen, sondern eine gegenwärtige Zahlung an den Absichernden vorsieht: Hierbei handelt es sich um den Liquiditätseffekt.

*Liquiditäts-/Finanzierungseffekt:* Wie auch bei Kreditsicherheiten stellt sich die Frage, welches Verfahren wann zu welchem ausgleichenden Liquiditätszuwachs beim Risikoverkäufer führt<sup>405</sup> – und welche Friktionen dabei denkbar sind. Insoweit sind auch die Alternativen des Kreditrisikotransfers danach zu unterscheiden, ob der Risikoverkäufer bereits bei Vertragsabschluss eine Zahlung erhält – und inwieweit sie später bei Ausbleiben von Credit Events zurückzahlen ist (CLN) oder nicht (echtes Factoring) – oder ob der Transfer in einem heutigen Zahlungsverprechen für den Fall eines zukünftigen Credit Event besteht (CDS, Kreditversicherung). Varianten, in denen heute liquide Mittel fließen, haben den Vorteil eines entsprechenden Finanzierungseffekts, sie steigern die Liquidität des Risikoverkäufers und reduzieren seine (Einkommens-)Unsicherheit. Diesen Vorteilen stehen eventuelle Preisaufschläge gegenüber, die er dafür zu zahlen hat<sup>406</sup>.

*Unabhängigkeit:* Aus Sicht des Risikoverkäufers ist eine Sicherungsvariante umso attraktiver, je geringer die Gefahr ist, dass das Verhalten der Ursprungsschuldner oder Risikokäufer seine Chance-Risiko-Position nega-

---

<sup>404</sup> Die Formulierung und Betonung des Dreiklangs von (ungleich verteiltem) Wissen, Wollen und Können geht zurück auf DIETER SCHNEIDER, vgl. stellvertretend Schneider (1995), S. 6-20; sowie zuletzt Schneider (2011), S. 5-14, bes. S. 5f.

<sup>405</sup> Vgl. ausführlich, dabei zuweilen Zahlungsmittel- und Gesamtvermögensebene vermischend bereits Baumann (1966), S. 97-102

<sup>406</sup> Vgl. anhand einer Gegenüberstellung von Factoring und Kreditversicherung Claire (2004), S. 104.

tiv beeinflusst. Hierfür hat er darauf zu achten, dass die leistungsrelevanten Credit Events möglichst umfassend und unbedingt formuliert werden. Entscheidend ist dabei insbesondere, dass der Risikokäufer keine Einreden geltend machen kann, die sich auf die Ursprungsforderung oder den Ursprungsschuldner beziehen. Zur Unabhängigkeit vom Risikokäufer trägt ferner bei, wenn der Transferkontrakt handelbar ausgestaltet ist, *dem Risikoverkäufer* also eine Trennung hiervon über einen Sekundärmarkt ermöglicht. Ist diese Handelbarkeit auch für den Risikokäufer gegeben, so hat sie aus Sicht des Risikoverkäufers Vor- wie Nachteile: Vorteilhaft kann sie deswegen sein, weil die Aussicht auf Handelbarkeit einem Risikokäufer größere Handlungsfreiräume eröffnet, weswegen er einem so gearteten Transfer schneller oder preisgünstiger zustimmen könnte. Nachteilhaft kann sie sein, weil die Weiterreichung durch den ursprünglichen Risikokäufer dafür sorgen kann, dass ein bonitätsmäßig Schwächerer diesen ersetzt. Dadurch steigt das Counterparty Risk des Risikoverkäufers ungewollt.

*Wirtschaftlichkeit:* Neben den expliziten Preisen des Kreditrisikotransfers (z. B. CDS- oder Versicherungsprämie) sind den Transfer ergänzende Leistungen des Risikokäufers (z. B. Bonitätsprüfungs- und Schadenverhütungsfunktion eines Kreditversicherers, Dienstleistungsfunktion eines Factors) sowie die dafür zu entrichtenden Entgelte zu berücksichtigen. Die diesbezügliche Kosten-Nutzen-Abwägung ist für den konkreten Einzelfall durch den Risikoverkäufer vorzunehmen. Auch eine nach h. M. günstig bepreiste Zusatzleistung kann unattraktiv sein, wenn er hieraus keinen Mehrwert erwartet. Hinzu treten Transaktionskosten für die Anbahnung, Vereinbarung, Abwicklung, Kontrolle und Anpassung<sup>407</sup> des Kreditrisikotransfers. Relevant sind ferner Folgekosten, die sich durch die Nebenwirkungen eines Kreditrisikotransfers ergeben, wie im nächsten Punkt ausgeführt wird.

*Nebenwirkungen / Ausstrahlungseffekte:* Die hier betrachteten Transfermöglichkeiten beruhen auf im Ursprungskontrakt eingegangenen Kreditrisiken. Je nach den Eigenheiten der zugehörigen Ursprungsschuldner sowie der mit ihnen bestehenden Geschäftsbeziehungen ist abzuwägen, inwieweit eine Transfermaßnahme für sie a) sichtbar und b) akzeptabel ist. Ist davon auszugehen, dass ein Transfer das Vertrauen des Ursprungsschuldners in

---

<sup>407</sup> Vgl. grundlegend zu diesen Transaktionskostenkategorien Picot (1991), hier S. 344; im Versicherungskontext vgl. auch Bosselmann (1994), S. 14-16.

seinen Tauschpartner und damit die zwischen beiden bestehende Geschäftsbeziehung beschädigt, mindert dies den Nutzen der Transfermaßnahme. Dies ist in der Vergangenheit insbesondere beim Kreditrisikotransfer durch loan sales zu beobachten gewesen<sup>408</sup>. Gleiches gilt für die Wahrnehmbarkeit und Bewertung einer Transferhandlung seitens der Öffentlichkeit. So wurde Factoring vor allem im deutschsprachigen Raum als negatives Signal aufgefasst, da der Forderungsverkauf als letzte Möglichkeit zur Generierung von Liquidität galt<sup>409</sup>. Seit 2007 wiederum verfügen Kreditderivate über ein krisenbedingt schlechtes Image, das auf die Akteure zurückfällt, die diese Transferinstrumente handeln.

Denkbar sind ebenso Nebenwirkungen durch veränderte Bilanzrelationen: Transfers der gesamten risikobehafteten Position im Austausch gegen liquide Mittel verändern die Struktur der Aktiva hin zu erhöhter Liquidität<sup>410</sup> und in der Folge verbesserten *Liquiditätskennziffern*. Bilanzanalysten können dies positiv bewerten, Kapitalgeber es in reduzierte Kapitalkostenforderungen, Aufsichtsinstitutionen in reduzierte Kapitalanforderungen übersetzen. Umgekehrt ist auch denkbar, dass eine Risikotransfertransaktion als *cherry picking* mit der Folge der Verschlechterung der durchschnittlichen Qualität der verbleibenden (Forderungs-)Aktiva interpretiert, in der Folge also die *Vermögenslage* des Transferierenden schlechter eingeschätzt wird<sup>411</sup>.

Die aufgeführten Kostenkategorien lassen sich abschließend anhand der Opportunität der Asset Backed Securities noch einmal beispielhaft verdeutlichen:

---

<sup>408</sup> Vgl. u.a. Klement (2007); Horsch/Pelkofer (2011); sowie oben Teilkap. 3.2.2.1 dieser Arbeit.

<sup>409</sup> Vgl. mit besonderer Betonung dieses Effekts aus der Frühzeit des Factoring Baumann (1966), S. 109f.; später m.w.N. Süchting (1995), S. 197f. Dieses Image findet sich durchaus auch in der englischsprachigen Welt, vgl. De Vries (2004), S. 367: „Factoring is generally perceived as having had a history of bad press, thus often being relegated to the financing option of last resort for SMEs“.

<sup>410</sup> Vgl. illustrativ am Factoring-Beispiel Bieg/Kußmaul (2009), S. 408-410. Zur entsprechenden Motivierung von Kreditrisikotransfers durch Kreditinstitute mit dem Ziel, bankaufsichtliche Kennziffern zu verbessern, vgl. ausführlich James (1988).

<sup>411</sup> Exakt diese Befürchtung veranlasste die deutsche Bankenaufsichtsbehörde 1997, in den Regularien für Verbriefungstransaktionen durch Kreditinstitute festzuschreiben, dass die „Auswahl der zu veräußernden Forderungen [...] innerhalb der vertraglich vereinbarten Auswahlkriterien nach dem Zufallsprinzip“ zu erfolgen habe, so BaFin/BaKred (1997), Nr. II. Vgl. grundlegend zur Frage des cherry picking bei ABS-Transaktionen auch Paul (1994), S. 257-260.

- Der Preis für den Kreditrisikotransfer ist als Prämie für das Ausfallrisiko in den expliziten Kapitalkosten, also der Verzinsung der ABS enthalten<sup>412</sup> und richtet sich insbesondere nach den Spezifikationen des transferierten Forderungsbestands.
- Bei ABS handelt es sich um eine verbrieft Lösung, weswegen emissionstypische Transaktionskosten (u. a. für Rechtsgutachten, Prospekte, Börsenzulassung, Kapitale Dienst-Servicing) zu berücksichtigen sind, die einmalig oder laufend entstehen können<sup>413</sup>.
- ABS reduzieren die Forderungs- und erhöhen die Liquiditätsposition. Wird die Liquidität z. B. für Schuldentilgungen eingesetzt, sinkt der Verschuldungsgrad, was die Kosten weiterer Finanzierungen reduziert.
- Schließlich gehören ABS zu den Institutionen, die als mitverantwortlich für die Finanzmarktkrise gelten. Dies hat ihr Renommee weiter beschädigt, das schon zuvor deswegen als suboptimal galt, da auch ABS als eine Art letzter Finanzierungsausweg galten<sup>414</sup>. In der Folge ist nicht auszuschließen, dass ein Unternehmen, welches ABS zum Zwecke der Kreditrisikosteuerung einsetzt, gezielte Informationsanstrengungen und einhergehende Transaktionskosten auf sich nehmen muss, um seine Handlungen gegenüber Stakeholdern zu rechtfertigen. Im Rahmen dessen wäre zu zeigen, dass weniger ABS als solche als vielmehr die Eigenheiten der verbrieften Vermögensgegenstände (nicht erstklassige Hypothekendarlehen) für den Ausbruch der Krise verantwortlich waren, um einer totalen Ablehnung dieser Finanzierungs- und Risikotransfervariante zu begegnen.

---

<sup>412</sup> Sie entspricht dem Zinssatz deswegen nicht, weil dieser zudem eine Laufzeitprämie sowie Prämie für die weiteren Risikoarten – wie z. B. Marktpreisänderungs- oder Währungsrisiken – enthält. Vgl. ausführlich über „Renditebestandteile als Risikoprämien“ im Rahmen der „Kapitalkosten-Konzeption“ Süchting (1995), S. 423-456. Vgl. am Beispiel von Mittelstandsanleihen des weiteren Horsch/Sturm (2007), S. 289-303.

<sup>413</sup> Auch das Ausmaß dieser Transaktionskosten hängt von den Ausstattungsmerkmalen der Emission ab, so z. B. von der Anzahl der Zinszahlungstermine. Für den Anleihebereich generell gilt, dass sich die „gesamten einmaligen und laufenden Nebenkosten [...] bei einer Laufzeit von 10 Jahren ca. 3–7 % des Nominalbetrags der Anleihe“ belaufen können, so Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 398.

<sup>414</sup> Vgl. grundlegend AK Finanzierung (1992), bes. S. 519, 524; sowie mit Bezug darauf aktuell Bieg/Kußmaul (2009), S. 416.

Im Ergebnis zeigt sich, dass eine sinnvolle Entscheidung über Alternativen des Kreditrisikotransfers vor dem Hintergrund der konkreten Ausgestaltung wählbarer Kontrakte, der Charakteristika der zu übertragenden Kreditrisiken und der Eigenheiten des betroffenen Unternehmens in rechtlicher und wirtschaftlicher Hinsicht zu treffen ist.

### 3.3.2 Vergleichsergebnisse

Aus dem für Kreditsicherheiten etablierten Kriterienkatalog konnte somit eine Variante für die Bewertung von und Entscheidung zwischen verschiedenen Varianten des Kreditrisikotransfers entwickelt werden. In der nachfolgenden Tabelle werden die Kriterien(ausprägungen) für die wichtigsten zuvor behandelten Formen des Kreditrisikotransfers zusammengeführt. Obwohl nicht für jeden Finanz- oder Lieferantenkreditgeber unmittelbar eine Empfehlung abzulesen ist, lassen sich doch Musteraussagen hinsichtlich der Attraktivität der Alternativen formulieren.

Die in diesem Abschnitt bisher dargestellten Möglichkeiten des Kreditrisikotransfers werden für diese Synopse gestrafft. Wichtigster Gesichtspunkt ist die Unterscheidung nach Transfers für Einzelforderungen oder für Forderungsbestände. Es ergibt sich folgende Kategorisierung:

- Kreditversicherung
- Forfaitierung
- Kreditverkauf / loan sale
- Kreditsyndizierung (aufgrund ihrer geringen Bedeutung keine Einbeziehung der new syndication)
- Credit Default Swaps
- Factoring
- Credit (Default) Linked Notes
- Asset-Backed Securities.

Die Übersicht verdeutlicht, dass zwischen den einzelnen Varianten des Kreditrisikotransfers trotz der Gemeinsamkeit, dass sie einem Ursprungsgläubiger die Weitergabe seiner Kreditrisiken ermöglichen, erhebliche

Unterschiede bestehen<sup>415</sup>. Unmittelbar ersichtlich ist, dass für kleine und mittelgroße (Nichtbank-)Unternehmen, die traditionell die Mehrheit der deutschen Unternehmen bilden, Instrumente wie loan sales und Syndizierungen branchen- sowie ABS, CLN und überwiegend auch CDS größtenbedingt nur im Ausnahmefall in Frage kommen dürften. Zudem unterscheiden sich der Verkauf (Forfaitierung/Factoring) von (Lieferanten-)Kreditforderungen auf der einen und deren Kreditversicherung auf der anderen Seite signifikant hinsichtlich des jeweiligen Finanzierungseffekts und des hierdurch fundamental anderen Chance-/Risiko- bzw. Zahlungsprofils.

Für (1) KMU, die (2) Kreditrisiken aus Lieferantenkrediten transferieren wollen und dabei (3) auf einen Finanzierungseffekt keinen Wert legen, weil aus ihrer Sicht dessen Nachteile – insbesondere das im Vertrag enthaltene Zinselement – die Vorteile überkompensieren, sind in der Folge Kreditversicherungsverträge die einzig sinnvolle Alternative. Wollen Kreditversicherungsunternehmen ihre Wettbewerbsposition sichern und ausbauen, gilt es daher, diesen Umstand entsprechend deutlich zu kommunizieren. Gegenüber Unternehmen, die einen parallelen Finanzierungseffekt bevorzugen würden, können KVVU dennoch konkurrieren, indem sie auch Avale offerieren: Wenn es gelingt zu zeigen, dass für einen KV-Kunden die Kombination aus Versicherung der von ihm selbst gewährten Lieferantenkredite einerseits und einem KV-Aval zugunsten seiner eigenen Gläubiger andererseits eine Kapitalkostensenkung bewirkt, die der einer Factoring-Lösung überlegen ist, kann die Paketlösung des Kreditversicherers ein Konkurrenzprodukt zum Factoring sein. Demgegenüber konkurrieren Factoring-Anbieter mit dem Kernprodukt der puren Delkredereversicherung nur über die Sonderform des maturity factoring, die keine vorzeitige Liquiditätszuführung vorsieht, aufgrund ihrer diversen anderweitigen Zusatzleistungen aber ebenfalls signifikante Unterschiede zu Kreditversicherungsverträgen aufweist<sup>416</sup>.

---

<sup>415</sup> Vgl. entsprechend für einen frühen Vergleich von insbesondere Factoring und Kreditversicherung die vergleichende Analyse von Baumann (1966), bes. S. 95-121.

<sup>416</sup> Vgl. einfürend Ruddy/Mills/Davidson (2006), bes. S. 21, 25.

	<b>Kreditversicherung</b>	<b>Forfaitierung</b>	<b>Loan Sale</b>	
<b>Ökonomische Mindestanforderungen</b>	Verwendbarkeit für Lieferantenkredite	ja	nein	
	Mögliche Bezugsgrößen	Einzelforderungen / Pools	eher Einzelforderungen	
<b>Auswahlkriterien</b>	Quantitativ	gering	mittel (eher große Einzelforderungen)	
	Qualitativ	gering	mittel	
	Counterparty risk	Höhe	Ausfallwahrscheinlichkeit gering (Versicherungsaufsicht)	Ausfallwskt gering (Bankenaufsicht); tats. Rückfall durch Finanzierungseffekt gemindert
		Bewertbarkeit	gut (Rating, Versicherungsaufsicht)	gut (auch Risikoverkäufer ist Kreditspezialist, Rating, Bankenaufsicht)
		Existenz	Nein	ja – dauerhaft
	Liquiditäts-/Finanzierungseffekt	Kosten	Nein	ja, allerdings Kaufpreisabschlag – ca. 30–60 % bei Immobilienkrediten, über 60 % bei ungesicherten – vom Nominalwert (entgelt Investor für Ausfall-, Refinanzierungs- u. EK-Kosten).
		Gefährdung durch moral hazard	gering (RK beaufichtigt)	gering (Liquiditätseffekt, RK zudem beaufichtigt)
	Unabhängigkeit	Handelbarkeit	RVerkäufer: nein RKäufer: prinzipiell ja (RückVers)	RVerkäufer: nein RKäufer: möglich, vertragsabhängig
		Wirtschaftlichkeit	ja, ca. 0,20 % vom Umsatz	ja (s. o.), Aufschlag für Risikoübernahme aus Sicherheitenverwertung (besicherte Kredite) und Inkasso (unbesicherte)
		Prämie Zusatzleistungen	implizit ja, individuell verhandelt	nein

<b>Auswahlkriterien (Forts.)</b>	<b>Wirtschaftlichkeit (Forts.)</b>	<b>Transaktionskosten</b>	<b>Kreditversicherung</b>	<b>Forfaitierung</b>	<b>Loan Sale</b>
		<p>ex ante/Suche: eher gering (wenige Anbieter); ex post / Vertragsveränderungen: mittel (z. B. Zinsaufschlag bei Veränderung von Selbstbeteiligung oder Höchstentschädigung)</p>	<p>mittel, evtl. Besicherung der angekauften Forderung durch z. B. Wechsel, Bankgarantien oder Ausfuhrbürgschaften („Hermes-Deckung“: 1 – 5 % vom gedeckten Forderungsbeitrag)</p>	<p>mittel ex ante: Suche nach Käufern; mögliche fehlende Transparenz der Kreditbewertung; Kaufprozess u. U. komplex ex post Verringerung durch geringere Betriebskosten für workout/servicing möglich</p>	
	<b>Nebenwirkungen</b>	<b>Bilanzeffekt</b>	Nein	ja	ja
		<b>Reputationseffekt</b>	gering	eher gering	hoch, eher negativ

		Kreditsyndizierung	Credit Default Swap	Factoring	
<b>Ökonomische Mindestanforderungen</b>	Verwendbarkeit für Lieferantenkredite	nein	nein	ja	
	Mögliche Bezugsobjekte	Einzelforderungen	Einzelforderungen / Pools	Pools	
	Quantitativ	hoch (große Einzelforderungen)	hoch (große Einzelforderungen)	mittel (dauerhafte Mindestgröße Forderungsbestand)	
<b>Auswahlkriterien</b>	Qualitativ	hoch (Kapitalmarktdresse)	hoch (Kapitalmarktdresse)	mittel (Mindestdiversifikation, revol. Erneuerung)	
		Ausfallwskt gering (Bankenaufsicht), tats. Rückfall durch Finanzierungseffekt gemindert	Ausfallwahrscheinlichkeit mittel, im Einzelfall hoch	Ausfallwahrscheinlichkeit mittel; tats. Rückfall durch Finanzierungseffekt gemindert	
	Counterparty risk	Höhe	eher gut (Rating)	mittel	
	Liquiditäts-/Finanzierungseffekt	Bewertbarkeit	gut (Rating, Bankenaufsicht)		ja – dauerhaft
		Existenz	ja – dauerhaft	nein	ja – etwa Banksollzins (6,5–9 %)
	Unabhängigkeit	Kosten	ja, üblicherweise variabler Basiszins (Euribor/Libor) auf das Kreditvolumen plus Marge	nein	
		Gefährdung durch moral hazard	gering (Liquiditätseffekt, RK zudem beaufsichtigt)	mittel, im Einzelfall hoch (spekulative Verwendung)	gering (Liquiditätseffekt, RK zudem beaufsichtigt)
	Wirtschaftlichkeit	Handelbarkeit	RVerkäufer: nein RKäufer: ja	ja, für beide Kontraktpartner	RVerkäufer: nein RKäufer: vertragsabhängig
		Prämie Risikotransfer	ja, erhöhte Risikoaufschläge in Zeiten von Unternehmenskrisen, wenn kurzfristig Liquidität bereitgestellt werden muss	ja, meist vierteljährlich gezahlte CDS-Prämie, aufs Jahr bezogen standardisiert mit 25, 100, 500 oder 1000 bps vom Nominalwert des Kontraktes ermittelt; 2010: 262 bps im Schnitt der wichtigsten Emittenten	ja, Delkretere-Gebühr: 0,2–1,5 % des Umsatzes

		Kreditsyndizierung	Credit Default Swap	Factoring
<b>Auswahlkriterien (Forts.)</b>	<b>Prämie Zusatzleistungen</b>	nein	nein	ja, Dienstleistungsgebühr von 0,5 - 2,5 % des Umsatzes
	<b>Wirtschaftlichkeit (Forts.)</b>	R Verkäufer Kreditspezialist: eher gering Kosten abhängig von Bonität und Prüfungsaufwand, einmalig 0,5-1 %, laufend ca. 0,3 % für z. B. Kreditüberwachung	bei Erfüllung der Voraussetzungen gering (zunehmende Standardisierung, transparente Preisfindung)	ex ante: mittel; ex post: mittel bis hoch (Implementierung, Vorabdeklaration) separate Kreditprüfungsgebühren von z. B. 80 € pro Debitor
<b>Nebenwirkungen</b>	<b>Bilanzeffekt</b>	ja	nein	ja
	<b>Reputationseffekt</b>	gering	seit der Finanzmarktkrise eher hoch/negativ	sofern offen: eher hoch, dabei eher negativ

		<b>Credit Linked Notes (CLN)</b>	<b>Asset Backed Securities (ABS)</b>	
<b>Ökonomische Mindestanforderungen</b>	<b>Verwendbarkeit für Lieferantenkredite</b>	möglich	ja	
	<b>Mögliche Bezugsobjekte</b>	eher Pools	Pools	
	<b>Quantitativ</b>	hoch (große Einzelforderung / Forderungspool)	hoch (großer Forderungspool)	
	<b>Qualitativ</b>	hoch (Kapitalmarktadresse, Rating)	hoch (Kapitalmarktadresse, Rating, credit enhancement)	
<b>Auswahlkriterien</b>	<b>Counterparty risk</b>	<b>Höhe</b> Ausfallwahrscheinlichkeit investorenabhängig, tats. Rückfall durch Finanzierungseffekt gemindert	Ausfallwahrscheinlichkeit investorenabhängig, tats. Rückfall durch Finanzierungseffekt gemindert	
	<b>Liquiditäts-/Finanzierungseffekt</b>	<b>Bewertbarkeit</b>	uneinheitlich / schwierig für RVerkäufer	
		<b>Existenz</b>	ja – ohne credit event aber nur temporär	
	<b>Unabhängigkeit</b>	<b>Gefährdung durch moral hazard</b>	gering	gering
		<b>Handelbarkeit</b>	RVerkäufer: nein RKäufer: ja	RVerkäufer: nein RKäufer: ja
<b>Wirtschaftlichkeit</b>	<b>Prämie Risikotransfer</b>	ja, Durchschnitt (Jahresmitte 2011) der Bankenspreads bei 104 bps, vorläufiger Höhepunkt 2011 bei 253 bps	ja, risikoabhängiger Zinsaufschlag je nach Rangordnung der Tranche, beispielhaft Rating AAA: (3mE +) Spread von 0,20 % Rating A: (3mE +) Spread von 0,35 % Rating BBB: (3mE +) Spread von 0,85 % nachrangig: (3mE +) Spread von 1,35 %	

		Credit Linked Notes (CLN)	Asset Backed Securities (ABS)
Auswahlkriterien (Forts.)	Prämie Zusatzleistungen	nein	nein
	Wirtschaftlichkeit (Forts.)	eher hoch (Emissionskosten) Emissionsabgabe von 0,12 % pro Laufzeitjahr auf den Nennwert (bei Privatplatzierung reduzierter Satz von 0,06 %)	eher hoch (Emissionskosten, credit enhancement) hohe fixe TAK bei 0,8–3,0 % des Transaktionsvolumens oder <b>Einmalkosten</b> (Strukturierungsgebühr: 0,1–0,4 % des Emissionsvolumens; Rating-Kosten: 20–40 T€; Rechtsberatung: 20–100 T€; Platzierung: 1–2 % des Emissionsvolumens) <b>und laufende Kosten</b> , u. a. w/Sicherheitenverwaltung.
	Nebenwirkungen	Bilanzeffekt	ja
		Reputationseffekt	gering

Tab. 5: Synopse zentraler Varianten des Kreditrisikotransfers



## 4. Kreditrisikotransfer, Finanzmarkt- und Weltwirtschaftskrise

Vom Standpunkt der ökonomischen Theorie besehen ist das Vorhandensein von Risiko oder sogar fundamentaler Unsicherheit notwendige Voraussetzung dafür, dass Institutionen der (Kredit-)Versicherungswirtschaft überhaupt existieren: Auf vollkommenen Finanzmärkten hingegen wären Finanzintermediäre im Allgemeinen und damit Kreditversicherungsunternehmen im Besonderen für das Handeln rationaler Marktteilnehmer ohne Mehrwert und würden daher nicht gegründet und betrieben: „in a perfect market [...] financial intermediaries would not exist“<sup>417</sup>. Aus institutionenökonomischer Sicht wie auch in der Realität sind Märkte hingegen unvollkommen, zeichnen sich insbesondere durch eine Ungleichverteilung des unvollständigen Wissens der Marktteilnehmer aus. Genau auf diese Unsicherheit, genauer: ihre Reduzierung, sind daher Institutionen, also Regel- und Handlungssysteme gerichtet: „institutions *reduce* uncertainty by providing a structure to everyday life“<sup>418</sup>. Hervorzuheben ist dabei, dass Institutionen die allgegenwärtige Unsicherheit stets nur *reduzieren*, nicht etwa beseitigen, denn „the more complex and unique the issues we confront, the more uncertain the outcome“<sup>419</sup>. Sicherheit (certainty) ist daher letztlich nicht herstellbar, Unsicherheit vielmehr allgegenwärtig („ubiquitous uncertainty“<sup>420</sup>).

Diese Überlegung gilt auch für das unternehmerische Risikomanagement: Es kann ebenfalls nur eine Minderung, nie eine vollständige Eliminierung von Unsicherheiten bewirken. Allerdings können längere Perioden ausbleibender Risikoeintritte bei Marktteilnehmern die (Kontroll-)Illusion entstehen lassen, die betrachteten Risiken bzw. ihr Management seien vernachlässigbar. Kommt es zu derart „gelernter Sorglosigkeit“, begünstigt sie ein Erlahmen von Risikomanagementaktivitäten und entsprechend gravie-

---

<sup>417</sup> Benston/Smith (1976), S. 217. Vgl. auch v. Weizsäcker (1987), S. 82. Prägnant formulieren aktuell Franke/Hax (2009), S. 501: „Auf den vollkommenen Kapitalmärkten der Theorie ist für Intermediäre kein Raum“. Speziell zur (Nicht-)Notwendigkeit von Kreditversicherungen auf perfekten Märkten mit umfassender Diversifikationsmöglichkeit vgl. Gore/Sachs/Trzcinka (2004), S. 281.

<sup>418</sup> North (1990), S. 3. Bes. prägnant und umfassend ausgearbeitet wird dies von DIETER SCHNEIDER, der die Betriebswirtschaftslehre als Wissenschaft unter dem Forschungsleitbild der „Verringerung von Einkommensunsicherheit“ entwickelt, vgl. aktuell Schneider (2011), S. 15-27.

<sup>419</sup> North (1990), S. 22.

<sup>420</sup> North (2005), S. 116.

rende Auswirkungen tatsächlicher Risikoeintritte. Dies belegt auch die Finanzmarktkrise ab 2007. Das Folgekapitel behandelt die Finanzmarktkrise mit Blick auf ihren nicht nur generell, sondern auch in dieser speziellen Hinsicht exemplarischen Charakter und hebt dabei Kreditrisikomaßnahmen besonders heraus.

Die Finanzmarktkrise ist eine durchaus komplexe Ereigniskette, die seit 2007 ausgehend vom US-Hypothekenmarkt zunächst die Kreditwirtschaft und im Anschluss immer mehr Bereiche der Finanz- und Realwirtschaft erreicht hat, bis ihre Ausläufer 2011 zusammen mit anderen Ursachen zu massiven Liquiditäts-/Bonitätskrisen von Nationalstaaten und in der Folge supranationaler Gemeinschaften geführt haben<sup>421</sup>. Ursachen, Verkettungen und Lösungen der Krisenprozesse sind seit 2007 Gegenstand einer umfassenden Diskussion in Wirtschaftspraxis und -wissenschaft. Gleichzeitig findet eine intensive Auseinandersetzung auf der politischen Ebene statt, welche die ökonomischen Erwägungen nicht selten überlagert<sup>422</sup>. Im Rahmen dieser Arbeit wäre eine abermalige vollständige Aufarbeitung der Krisenprozesse weder möglich noch zielführend. Die Ausführungen sind daher konzentriert auf eine Einordnung bestimmter Formen der Kreditrisikomessung sowie des Kreditrisikomanagements (genauer: des Kreditrisikotransfers) in die Krisenprozesse.

## 4.1 Entscheidende Institutionen und Prozesse auf Kreditmärkten

### 4.1.1 Kreditvergabe und Kreditbesicherung

Die angesprochene Komplexität der Finanzkrise äußert sich bereits dann, wenn sie für eine Analyse aus Sicht des (Kredit-)Risikomanagements rekonstruiert werden soll, angefangen bei der Festlegung ihres Ursprungs. Als Ausgangspunkt lassen sich Marktprozesse feststellen, die sich seit

---

<sup>421</sup> „What started as a domestic problem with irrational lending secured by obscure mortgage instruments has spread with such force and power that the most powerful banks in the world, not to mention several nations, stand on the brink of economic collapse.“, Edwards (2009), S. 125 (m.w.N., hier entfernt).

<sup>422</sup> Unberücksichtigt bleibt dabei vielfach, dass die Krisenprozesse seit 2007 ein ausgesprochen komplexes Phänomen darstellen, bei dessen Aufarbeitung sorgfältige Analysen nötig und vorschnelle Folgerungen zu vermeiden wären. Vgl. dezidiert Deutsche Bundesbank (2008), S. 94f.; aktuell zudem Meyer (2010), S. 39f.; Rudolph (2011), S. 285f.

Beginn der 1990er Jahre auf dem US-Immobilien(finanzierungs)markt vollzogen haben. Entscheidender *politischer* Hintergrund dafür war das sozialpolitische Ziel der demokratischen Regierung *Clinton*, die – im Vergleich etwa zu Deutschland ohnehin hohe – Zahl privater Immobilieneigentümer zu erhöhen<sup>423</sup>. Hierbei handelte es sich nicht um eine vollkommen neue Initiative, sondern um die moderne Fortsetzung des entsprechenden Teils der *New-Deal*-Politik der US-Regierung und -Administration unter dem Präsidenten *Franklin D. Roosevelt* ab 1933. Deren pragmatische Maßnahmenpakete richteten sich im Allgemeinen auf die Bewältigung der Weltwirtschaftskrise, die sich spätestens seit dem New Yorker Börsencrash von 1929 entwickelt hatte<sup>424</sup>. Im Rahmen dessen fokussierte sich die US-Regierung im Besonderen auf die private Immobilienfinanzierung<sup>425</sup>, mit der Folge, dass “access to home ownership increased dramatically and came to be thought of as a critical component of the American dream of middle-class prosperity”<sup>426</sup>.

Noch deutlicher zeigt sich die über Jahrzehnte reichende Verbindung dieser weltweiten Krisen im institutionellen Gefüge des US-Finanzmarktes: Zielgerechte Erleichterungen wurden den privaten Haushalten bzw. ihren Bankkreditgebern zum einen durch entsprechend anreizkompatible Institutionen in Form von Regelsystemen verschafft<sup>427</sup>. Zum anderen finden sich auf dem US-Finanzmarkt spezielle Organisationen bzw. Handlungssysteme<sup>428</sup> mit staatlichem (*GNMA – Government National Mortgage Association*, „*Ginnie Mae*“) oder infolge staatlicher Konzession (halb-)staatli-

---

<sup>423</sup> Vgl. einführend etwa Buckley (2011), S. 1f., 35-37. Insofern stehen „US-Privathaushalte [...] am Anfang der Kette von Ereignissen, die zur Finanzmarktkrise geführt haben“, so Badunenko/Barasinska/Schäfer (2009), S. 129. Vgl. ferner Pfingsten (2009), S. 15.

<sup>424</sup> Als Grundlagenwerk hierzu und zur Great Depression vgl. Friedman/Schwartz (1963), hier einführend S. 3-5. Vgl. auch den Überblick bei Bonn (1998), S. 76-88. Für eine aktuelle Retrospektive vgl. etwa Claussen (2010), S. 1695-1698; Buckley (2011), S. 241-255.

<sup>425</sup> „Federal, state and local governments took many actions to provide relief from the effects of the Great Depression on housing and mortgage markets“, Wheelock (2008), S. 139f., der sie ebda., S. 140-145, in einem aktuellen Überblick darstellt.

<sup>426</sup> Edwards (2009), S. 140. Vgl. ähnlich ebda., S. 125; sowie S. 136-143 für eine Beschreibung der housing-gerichteten Initiativen im Überblick.

<sup>427</sup> Hierzu zählt eine Immobilienerrichter/-besitzer begünstigende Steuergesetzgebung, vgl. Rudolph (2008), S. 716; auch Badunenko/Barasinska/Schäfer (2009), S. 131.

<sup>428</sup> Entsprechend dem eingangs dieser Arbeit dargelegten weiten Institutionenbegriff, der sowohl Regelsysteme (Ordnungen) als auch Handlungsabläufe, die mit Hilfe von Regeln geordnet werden (Handlungssysteme bzw. Organisationen) umfasst, vgl. oben Fußnote 51 sowie aus der aktuellen Literatur Schneider (2011), S. 20-54.

chem Status (Government Sponsored Entities, GSEs), die sich auf Grundlage des *National Housing Act* seit Gründung der *Federal National Mortgage Association* (FNMA – bei entsprechender Aussprache „*Fannie Mae*“) 1938 in der Wohnungsbaufinanzierung engagieren. Die Rolle dieser GSEs ist traditionell die eines Risikokäufers in Kreditrisikotransfers, denn sie besteht insbesondere darin, Bankintermediären einen vergebenen Hypothekenkredit abzukaufen, um ihn an Investoren weiterzuveräußern<sup>429</sup>. Ihre Partizipation knüpfen GSEs dabei an bestimmte quantitative und qualitative Mindestanforderungen an die zu transferierenden Kreditforderungen. In ihrem Handeln stark politisch motiviert, bieten sie Banken vor diesem Hintergrund im Regelfall attraktive Konditionen, zu denen diese die von ihnen vergebenen Immobilienkredite weiterveräußern, also *einzel- oder sogar gesamtgeschäftsbezogenen Kreditrisikotransfer durch loan sales* praktizieren konnten. Die GSEs wiederum refinanzierten diese Ankaufstätigkeiten ihrerseits seit den 1980er Jahren in großem Maße über die Wertpapiermärkte: Die GNMA hatte in der Dekade zuvor mit Hypothekenkrediten besicherte ABS, also Mortgage-Backed Securities (MBS) kreiert und damit die Refinanzierungs- und Kreditrisikotransfermöglichkeiten nicht nur von GSEs, sondern im Grunde für jeden größeren Kreditgeber revolutioniert<sup>430</sup>. Indem sie ihrerseits die ursprünglichen Immobilienkredite weiterveräußerten und damit das inhärente *Kreditrisiko über ABS abermals transferierten*, verschafften sie sich kontinuierlich neue Garantie- und Ankaufsspielräume, die sich wiederum positiv auf die Kreditvergabebereitschaft der US-Banken auswirkten.

Vor diesem Hintergrund überstieg im Laufe der 1990er Jahre die durch die US-Regierungspolitik forcierte<sup>431</sup> Nachfrage das Angebot an Wohnimmobilien. Die kontinuierlich steigenden Immobilienpreise verbesserten zunächst die Chance-Risiko-Positionen der Kontraktpartner von Immobilienkrediten, da auf der einen Seite das Schuldnervermögen und damit auf der anderen Seite die Bonität der mit dieser *Kreditsicherheit* unterlegten

---

<sup>429</sup> Die FNMA wurde gegründet als „an agency to purchase mortgages from home lending institutions and sell them to investors“, Edwards (2009), S. 138. Für einen historischen Überblick zu GSEs im US-Immobilienmarkt vgl. Sellon/van Nahmen (1988); im Krisenkontext später Bonn (1998), S. 93-96; sowie aktuell Wheelock (2008), bes. S. 144f.

<sup>430</sup> Vgl. Paul (1994), S. 121f.; aktuell im Rahmen einer erwartungsgemäß ausgesprochen kritischen Darstellung auch Roubini/Mihm (2010), S. 62f.

<sup>431</sup> Vgl. prägnant Gramlich (2007), bes. S. 106: „intense cheerleading from the White House“; sowie Ellis (2008), hier S. 5.

Ausleihung stiegen. Gleichzeitig eröffneten sich zunehmende – und vermeintlich risikoarme – Möglichkeiten zur zeitlichen Arbitrage (Errichtung/Kauf einer Immobilie zum Zwecke des späteren Verkaufs zu einem höheren Preis), die für Zusatznachfrage sorgten. Es entwickelte sich vor diesem Hintergrund bereits in den 1990er Jahren ein kontinuierlicher Anstieg der Immobilienpreise auf dem US-Markt<sup>432</sup>. Die folgende Abbildung verdeutlicht diese Preisentwicklung graphisch:

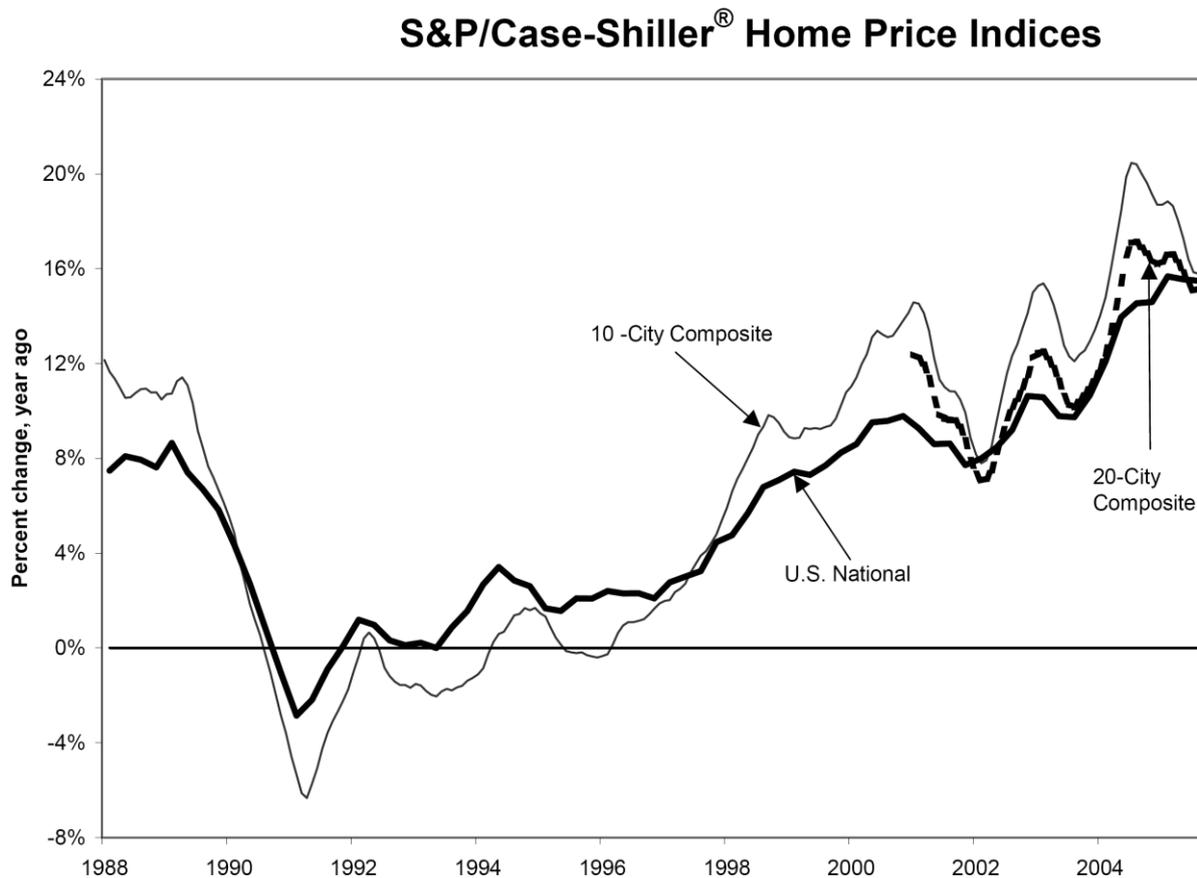


Abb. 22: Preisentwicklung am US-Wohnimmobilienmarkt 1988 – 2004<sup>433</sup>

Wie die Abbildung zeigt<sup>434</sup>, intensivierte sich diese Entwicklung eingangs des 21. Jahrhundert noch. Tatsächlich wurde die sich entwickelnde *Preisblase* durch ein weltweites Absinken der Zinsen entscheidend ergänzt:

<sup>432</sup> Vgl. ausführlich zur Vorgeschichte und Entwicklung der letzten Krise am US-Immobilienmarkt Frankel (2006); ebenso illustrativ zur vorangegangenen US-Immobilienmarktkrise der 1980er Jahre Bonn (1998), S. 162-165.

<sup>433</sup> Quelle: Standard & Poor's (2007).

<sup>434</sup> Vgl. mit analoger Aussage die auf einem staatlichen Index basierende Darstellung bei Fendel/Frenkel (2009), S. 78f.

Nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 verfolgte insbesondere die US-Zentralnotenbank eine extreme Niedrigzinspolitik, um die ökonomischen Folgen der Anschläge, die sich mit den Nachwirkungen der Dotcom-Krise zu vereinen drohten, abzumildern. Da dieses Vorgehen mit den geldpolitischen Zielen der Zentralbanken des Euroraums sowie des expandierenden China harmonierte, entwickelte sich kein Zinswettbewerb, sondern ein weltweit niedriges Zinsniveau<sup>435</sup>. In den USA führte die Niedrigzinspolitik bis 2004 in einer Abwärtstreppe auf ein Leitzinstief von 1 %, wie die folgende Abbildung 23 verdeutlicht.

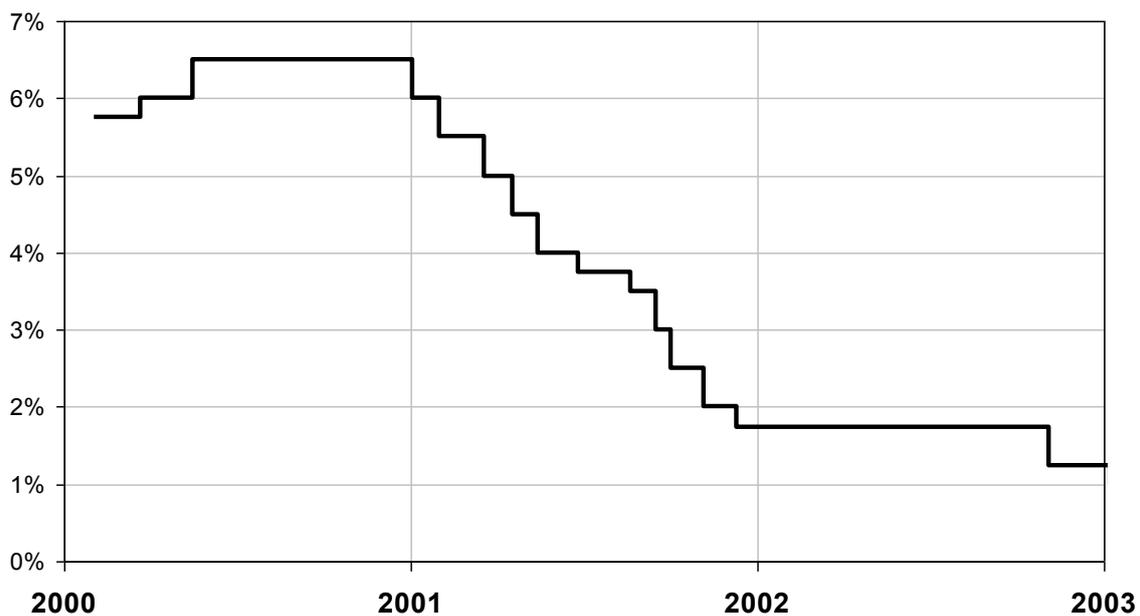


Abb. 23: Niedrigzinspolitik der US-Notenbank 2000 – 2002<sup>436</sup>

Diese niedrigen Einstandspreise für Liquidität erleichterten es US-amerikanischen Bankintermediären noch mehr, die steigende Nachfrage nach Eigenheim(finanzierung)en zu befriedigen. Hinzu kam, dass neben den GSEs neue Akteure auftraten, die den Banken vergebene Hypothekenkredite abkauften, wobei sie weniger strenge als die GSE-Maßstäbe anlegten<sup>437</sup>. Durchaus im Einklang mit dem politischen Willen und mit Blick auf die erzielbaren Renditen (bei zunehmender Vernachlässigung der einhergehenden Risiken) wurden daher im Rahmen der Immobilienfinanzierungen

<sup>435</sup> Vgl. im Überblick Francke (2008), S. 5f.

<sup>436</sup> Quelle: [www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm](http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm).

<sup>437</sup> Für einen Überblick zu den (langfristigen) Krisenursachen vgl. auch Adelson/Jacob (2008).

immer höhere Kreditrisiken akzeptiert<sup>438</sup>. Neben Krediten, die in quantitativer Hinsicht, also aufgrund ihres Volumens, keine GSE-Reife besaßen, meint dies in qualitativer Hinsicht Kredite an Bevölkerungsgruppen, deren Einkommens- und Vermögenslage sowie Schuldendienstfähigkeit bislang als nicht erstklassig („subprime“) und daher als unzureichend für einen Hypothekenkredit gegolten hatte<sup>439</sup>.

Die unverändert steigenden Immobilienpreise verhiessen den Kreditgebern jedoch von Anfang an gute und im Verlauf sogar wachsende Besicherungsquoten, welche die persönliche Kreditwürdigkeit weniger wichtig erscheinen ließen, und den Kreditnehmern – neben dem gesellschaftlichen Aufstieg zum Eigenheimbesitzer – ein wertsteigerungsbedingt attraktives Investment. Die allseits zunehmend risikoignorante Einschätzung der Immobilien führte daher auch zu weiteren damit abgesicherten, allerdings fundamental anders verwendeten Krediten, wenn ein Kreditnehmer “wanted to take some equity out of his home in order to put an addition on the house, send a child to college, or buy a new car”<sup>440</sup>.

Mit dem Zinswiederanstieg ab 2004 und den in der Folge schrumpfenden Margen<sup>441</sup> zielten Kreditgeber zunehmend auf Volumensteigerungen. Vermehrt zum Einsatz kamen dabei Akteure und Kontraktgestaltungen, die die eventuelle Zurückhaltung von Kreditkunden und auch Bankrisikomanagern überwinden sollten:

- Anstelle langfristiger Festzinsen wurden zunehmend aufgeschobenvariable Zinsen kontrahiert, im populären 2/28-Modell solcher Adjustable Rate Mortgages (ARMs) folgten etwa auf zwei Festzinsjahre 28 Jahre, in denen der zu zahlende Kredit- mit dem Marktzins schwanken würde<sup>442</sup>. Die Kreditnehmer gingen damit naturgemäß ein Zinsänderungsrisiko ein, das ihre Kapitaldienstfähigkeit latent bedrohte, aus Kapitalgebersicht also das Kreditrisiko erhöhte, angesichts des kontinuierlichen Anstiegs der Immobilien- und damit Sicherheitenwerte aber vertretbar erschien. Um eventuelle Markt-

---

<sup>438</sup> Zur entscheidenden Rolle des niedrigen Zinsniveaus vgl. auch v. Weichs (2010), S. 66.

<sup>439</sup> Vgl. m.w.N. Rudolph (2008), S. 716f.; sowie ausführlich und abwägend („it was not just subprime“) auch Ellis (2008), S. 13-15.

<sup>440</sup> Zimmerman (2007), S. 8. Vgl. auch Pfungsten (2009), S. 17.

<sup>441</sup> Vgl. etwa Mayer/Pence/Sherlund (2009), S. 44f.

<sup>442</sup> Vgl. zu ARMs etwa Krinsman (2007), S. 14f.; Zimmerman (2007), S. 14-17.

widerstände auf Seiten der Kreditnehmer zu überwinden, wurden die variablen Zinsen mit niedrigen Eingangssätzen („teaser rates“) sowie niedrigen oder z. T. sogar ausgesetzten Tilgungsraten in den Anfangsjahren kombiniert<sup>443</sup>.

- Rückblickend ist offenkundig, dass nicht alle Kreditnehmer die marktzinsbedingte Bedrohung ihrer Kapitaleinstufung erkannten. Überdies konnte eine Kreditaufnahme auch bei gestiegenem Risiko attraktiv bleiben, da die Haftung nach US-amerikanischem (Vertrags-)Recht regelmäßig auf die Immobilie beschränkt bleibt: Im Insolvenzfall wird die Immobilie den Gläubigern mit schuldbefreiender Wirkung überlassen, ein (zeitlich) verlängerter Zugriff auf Schuldnervermögen bzw. -einkommen hingegen verwehrt<sup>444</sup>.
- Die geforderten Eigenkapitalanteile und Schuldendienstfähigkeiten, also der Anspruch an die Risikoträger des Kreditkunden blieben angesichts der Immobilienpreise dennoch extrem gering, so dass das Risiko des Scheiterns weniger beim Kreditnehmer denn als Ausfallrisiko bei seinem Fremdkapitalgeber – bzw. demjenigen, auf den dieser es transferiert hatte – lag<sup>445</sup>.
- Die Standards der Bonitätsprüfung sanken dabei im Zeitablauf noch, nicht zuletzt durch abschlussbasiert entgeltete und entsprechend orientierte Kreditvermittler sowie infolge von Kreditwürdigkeitsprüfungen, die sich zugunsten von Transaktionskosteneinsparungen auf Selbstauskünfte oder/und rein maschinelle Auswertungen beschränkten<sup>446</sup>.

Die langfristige Tragfähigkeit der praktizierten Kreditvergaben und Kredit(risiko)transfers hing in jedem Fall letztlich entscheidend ab von der Fähigkeit der Ursprungsschuldner, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzu-

---

<sup>443</sup> Vgl. etwa Mayer/Pence/Sherlund (2009), S. 30, 36f.; auch Baily/Litan/Johnson (2008), S. 17.

<sup>444</sup> Vgl. aktuell und m.w.N. Badunenko/Barasinska/Schäfer (2009), S. 129f., 132; auch Pfungsten (2009), S. 17f.; Claussen (2010), S. 1702. Ausführlich zu den Besonderheiten des US-Insolvenzrechts im Kontext der Finanzmarktkrise vgl. Summe (2009), bes. S. 63-69.

<sup>445</sup> Vgl. im Abgleich mit Institutionen des deutschen Rechts kritisch Claussen (2010), bes. S. 1702f.

<sup>446</sup> Aufgrund der inhärenten Anreize, im Rahmen der wenig restriktiven Kreditwürdigkeitsprüfung Unwahrheiten zu äußern, entstand die Bezeichnung „liar loan“, vgl. etwa Wray (2007), S. 11; vgl. zu den Anreizen der Vermittler auch Rudolph (2008), S. 716f.; Pfungsten (2009), S. 15. Prägnant zur entscheidenden Rolle von „Deteriorating lending standards“ vgl. Mayer/Pence/Sherlund (2009), S. 40f.; Baily/Litan/Johnson (2008), S. 17f.

kommen. In deren Ausbleiben wiederum lag für die unmittelbar beteiligten Banken, aber auch für mittelbar involvierte GSE oder ihre Refinanzierer das entscheidende Kredit- und Liquiditätsrisiko.

In der Gesamtsicht ergeben sich hieraus im Vergleich zur deutschen Finanzierungspraxis signifikante Eigenheiten der Immobilienfinanzierung in den USA, wie die nachfolgende Tabelle 6 verdeutlicht.

	USA	Deutschland
<b>Schuldzins</b>	originär fest, speziell im Subprime-Bereich primär variabel	Festzins
<b>Tilgung</b>	tilgungsfreie Jahre nicht ungewöhnlich	tilgungsfreie Jahre eher nicht
<b>Eigenkapitalanteil</b>	eher niedrig	hoch
<b>Haftung Kreditnehmer</b>	zumeist beschränkt (auf Immobilie)	zumeist unbeschränkt (auch anderes Privatvermögen)
<b>Abzugsfähigkeit Schuldzins von der ESt</b>	ja	nein
<b>Nutzbarkeit der Immobilie als Sicherheit</b>	weit gefasst: Immobilienfinanzierung, ggf. Zusatzprojekte („piggy-backs“)	eng gefasst: Immobilienfinanzierung
<b>Entnahmen aus Immobilienvermögen</b>	hohe Kulanz der Bank	eher nein, Wertzuwachs soll Kreditnehmer-EK stärken

Tab. 6: *Immobilienfinanzierung in den USA und Deutschland im Vergleich*<sup>447</sup>

Dem zunehmenden Kreditvergabestreben der Bankintermediäre wirkte zwar grundsätzlich ihre aufsichtliche Überwachung entgegen. Diese Limitierung wurde durch den zunehmenden Rückgriff auf die Ankaufsangebote der GSEs und weiterer Investoren indes ausgehebelt<sup>448</sup>: Mit Verkauf eines Kredites an eine – ursprünglich gezielt dafür gegründete und betriebene – GSE wie die *FNMA* oder die *Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, Freddie Mac)* konnte ein Bankintermediär als Ursprungsgläubiger einer Kreditforderung seinen vorherigen Kreditvergabespielraum auf vergleichsweise einfachem Wege wiederherstellen.

<sup>447</sup> Quelle: Modifiziert nach Bodanenko/Barasinska/Schäfer (2009), S. 132. Vgl. zu den US-Spezifika zudem Mayer/Pence/Sherlund (2009), hier bes. S. 30-32.

<sup>448</sup> Zur daraus folgenden dominierenden Rolle der GSEs für den US-Immobilienmarkt vgl. DeGennaro (2008), sowie Samuel (2009), S. 251f.

In der Folge wuchs das Kreditgeschäft dynamisch, so dass Subprime-Kredite mit Beleihungsquoten von über 80 %, deren Kapitaldienst über 40 % des Bruttoeinkommens des bonitätsschwachen Kreditnehmers ausmachten<sup>449</sup>, 2007 ungefähr ein Volumen von 2.500 Milliarden US\$ umfassten<sup>450</sup>. Der Erwartungswert eines hieraus entstehenden Schadens wurde durch wachsende *Volumina* ebenso determiniert wie hohe *Eintrittswahrscheinlichkeiten*, da Störungen des Arbeitseinkommens die knappe Liquidität und Preisrückgänge auf dem Immobilienmarkt die Vermögenslage der Hypothekenschuldner umgehend und ernsthaft beeinträchtigen würden. Folge dessen wäre eine ebenso schwerwiegende Reduzierung ihrer Schuldendienstfähigkeit bzw. Kreditwürdigkeit<sup>451</sup>.

#### 4.1.2 Kreditrisikotransfer

Neben der Eintrittswahrscheinlichkeit eines deutlichen Zinsanstiegs bzw. Immobilienpreisverfalls wurden auch ihre Ausstrahlungseffekte von den Ursprungsschuldnern und -gläubigern sowie weiteren Akteuren vernachlässigt. Entscheidend dafür war der umfassende *Kreditrisikotransfer*, welcher sich der Entstehung der Ursprungsforderung regelmäßig anschloss: Ursprungsgläubigern versprach die Weitergabe speziell an die GSEs aufgrund von deren (politisch niedrig gehaltenen) Konditionen unmittelbare Arbitragepotentiale sowie Wiederholungsmöglichkeiten durch wieder frei werdenden Kreditvergabenspielraum. Kredite ankaufende GSEs oder Non-Agencies nutzten analog die anhaltende Nachfrage an den Wertpapiermärkten, indem sie die auf sie transferierten Forderungen – bzw. die inhärenten Ausfallrisiken – nicht in ihren Büchern behielten, sondern an andere Investoren weiterreichten. Hierbei favorisierten sie mit Blick auf die zu handelnden Volumina sowie die Handelbarkeit keine loan sales dieser Buchforderungen, sondern wertpapiergestützte Transfervarianten.

Es resultierten zahlreiche und großvolumige Verbriefungen. Auf dieser Stufe vollzog sich der Kreditrisikotransfer also über ABS, deren Kapital-

---

<sup>449</sup> Ausgehend von der Kreditnehmerqualität etablierten sich hierfür Bezeichnungen wie „nin(j)a“ (no income, no job/assets) loans, vgl. prägnant Wray (2007), S. 10f.

<sup>450</sup> Vgl. Hartmann-Wendels (2008), hier S. 253; Paul (2009), S. 101f.

<sup>451</sup> Selbst „A rising level of debt does not necessarily pose a problem for households, *so long as household incomes and wealth are sufficient to make loan payments*“, Wheelock (2008), S. 137 (Hervorh. von den Verf.). Vgl. illustrativ auch Buckley (2011), S. 39f.

dienste von der Entwicklung bestimmter Portfolien von Wohnungsbaukrediten abhingen. Die Erwerber solcher von den GSE, Non-Agencies oder Bankintermediären z. T. direkt initiierten *Mortgage Backed Securities (MBS)* erhielten Finanzaktiva, deren Verzinsung, Tilgung und damit auch bilanziellen Wertansätze weniger vom Emittenten bzw. Initiator als vom transferierten Teil seiner Assets – und damit in letzter Instanz von der Kapaldienstfähigkeit der Ursprungsschuldner – bestimmt waren<sup>452</sup>.

Bedingt durch die Preisblase schienen Immobilienwerte, damit die Vermögenslage, damit letztlich auch die Kapaldienstfähigkeit der privaten Immobilienerrichter und damit Bedienung und Bewertung dieser MBS unkritisch. Im Vertrauen auf den Fortbestand dieser günstigen Rahmenbedingungen forcierten die Akteure daher Marktprozesse und -strukturen, die das Ansteckungspotential für den Fall sich wandelnder Rahmenbedingungen massiv erhöhten.

- In *qualitativer* Hinsicht war dies der Ausbau der erweiterten Grundstruktur von Verbriefungen<sup>453</sup> durch eine Verlängerung der Schuldner-/Gläubigerkette dadurch, dass als Erwerber der MBS der ersten Stufe Zweckgesellschaften der zweiten Stufe auftraten, die von Finanzintermediären extra für diesen Ankauf errichtet worden waren. Hiermit wurde neben Marktpreis- auch Regulierungsarbitrage betrieben, da diese Zweckgesellschaften deutlich weniger reguliert wurden als die initiiierenden Banken<sup>454</sup>. Da sich das Aktivgeschäft dieser *Conduits* auf den Erwerb von MBS beschränkte, die von der Kapaldienstfähigkeit der originären Hypothekenschuldner abhingen, waren folgerichtig auch die auf ihrer Passivseite verzeichneten Kapitalgeberansprüche hierdurch determiniert. Von einem Conduit begebene Schuldtitel (*securities*) waren allein unterlegt (*backed*) durch die in seinem Besitz befindlichen Aktiva; und da es sich hierbei um ABS handelte, emittierte ein Conduit der zweiten Stufe mithin MBS-Backed Securities, also

---

<sup>452</sup> Für eine prägnante Einordnung dieser Marktprozesse als “moral hazard chain of behaviour” vgl. Samuel (2009), S. 253f.; vgl. auch Pfingsten (2009), S. 18.

<sup>453</sup> Vgl. dazu das vorangegangene Teilkapitel 3.2.3.1.2 dieser Arbeit.

<sup>454</sup> Vgl. ausführlich zum resultierenden Schattenbankensystem Acharya/Schnabl/Suarez (2010), *passim*; mit Bezug dazu einfürend auch Hellwig (2010), S. 40f.

(MBS)BS<sup>455</sup>. Über eine weitere Verbriefungsstufe hinweg lässt sich diese Kette wie folgt illustrieren:

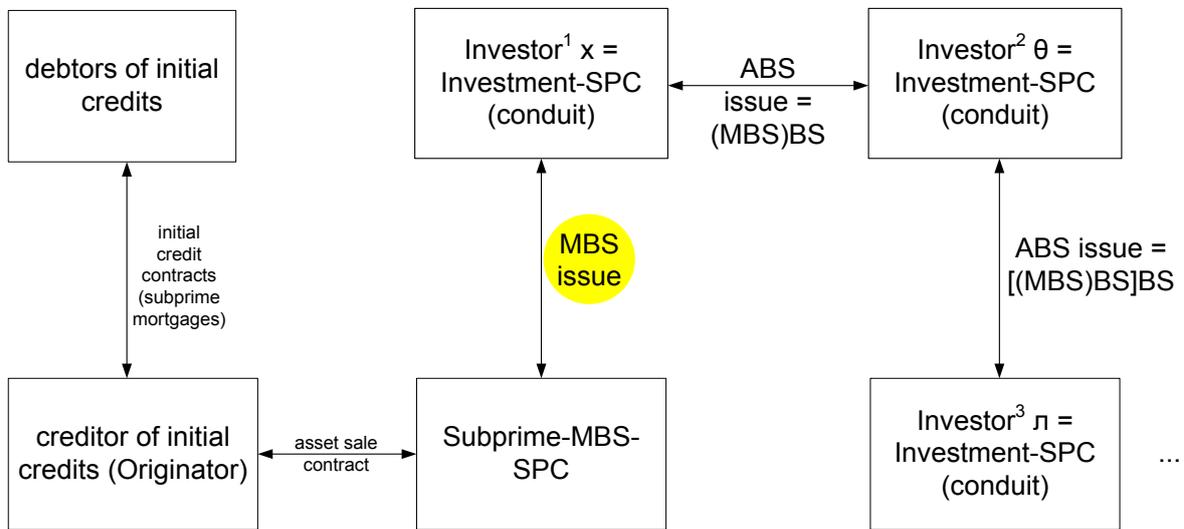


Abb. 24: Verbriefungsketten<sup>456</sup>

Auch ohne unmittelbar Hypothekenkredite an US-Schuldner zu vergeben, gingen hierüber Kapitalmarktinvestoren weltweit Chance-Risiko-Positionen ein, die mittelbar von der Kapitaldienstfähigkeit US-amerikanischer Immobilienerrichter bzw. den Werten ihrer Immobilien abhingen<sup>457</sup>. Da die Passivseite der Conduits regelmäßig in vor- und nachrangige Finanzierungstranchen strukturiert war, die nach dem *Wasserfallprinzip* bedient wurden<sup>458</sup>, erfolgte der Kreditrisikotransfer ökonomisch insbesondere auf die Käufer der nachgelagerten Tranchen dieser Collateralized Loan Obligations / Collateralized Debt Obligations (CLOs/CDOs)<sup>459</sup>.

In dieser Ausgangssituation konnten sich exogene Schocks auch deswegen so tiefgreifend auswirken, weil zahlreiche Investoren von

<sup>455</sup> Im anglo-amerikanischen Sprachraum wird einprägsam, aber weniger zutreffend von ABS/MBS „zum Quadrat“ gesprochen, vgl. zu „CDO squared“ entsprechend Watterson jr. (2005). Vgl. ergänzend Klein (2008), S. 83.

<sup>456</sup> Quelle: Horsch (2009), S. 614.

<sup>457</sup> Vgl. prägnant Pfingsten (2009), S. 18; sowie ferner Fendel/Frenkel (2009), S. 81.

<sup>458</sup> Hierbei erhält ein Gläubiger der Tranche x erst dann seinen Kapitaldienst, wenn die entsprechenden Ansprüche der Gläubiger der Tranchen 1, 2, ..., x-1 vollständig befriedigt sind. Für eine illustrative Einführung vgl. Hull (2010), S. 337f. Vgl. grundsätzlich auch Boyer/Papageorgiou (2005), S. 204f.; Krahen (2005), S. 510f.

<sup>459</sup> Vgl. einführend etwa Baily/Litan/Johnson (2008), S. 27f.

den Ausfällen und ihren Folgen überrascht wurden. Dass sie diese so nicht erwartet hatten, lag vor allem an der für eine Preisblase typischen Euphorie, in deren Verlauf selbst deutliche Warnsignale missachtet werden<sup>460</sup>. Überdies hatten die in Verbriefungsketten engagierten Investoren sich bei der Abwägung von Chancen und (Kredit-)Risiken mangels eigener Expertise weniger auf eigene denn zunehmend auf Urteile externer Experten verlassen: Das Vorhandensein eines Bonitäts-Ratings war nicht länger nur notwendige Bedingung für das Gelingen der MBS-Platzierung, sondern ersetzte zusehends eigenständige Abwägungen der MBS-Investoren/Kreditrisikokäufer. Gleichwohl wird der Vorwurf oberflächlicher Bewertung seither primär gegenüber den Rating-Unternehmungen erhoben, da sie das Kreditrisiko zahlreicher MBS-Emissionen unterschätzt hätten<sup>461</sup>. Vermeintliche Sicherheit suggerierten im Rahmen der erweiterten Grundstruktur ferner die spezifischen Kreditausfallversicherungen, die von Anleiheversicherern zugunsten der ABS-Investoren gewährt wurden<sup>462</sup>.

- *Quantitativ* besehen, handelte es sich bei MBS nicht um ein seltenes Phänomen, sondern um einen Teilmarkt des Geld- und Kapitalmarktes von erheblicher Größe und damit auch Destabilisierungspotential: Per 2006 belief sich das ausstehende Volumen von US-amerikanischen ABS auf über 10 Billionen US\$, von denen etwa 6,5 Billionen US\$ MBS waren. Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht nicht nur diese Größenordnungen, sondern auch das stetige Wachstum, welches diese (Kreditrisikotransfers durch) Verbriefungen seit den 1980er Jahren bis vor die Finanzmarktkrise verzeichnet haben.

---

<sup>460</sup> Als wichtiger, zuweilen überhöhter Mahner gilt heute insbesondere *Nouriel Roubini*, vgl. seinerzeit etwa Roubini (2006), passim, bes. S. 346-348, 350, 355; aber auch Case/Shiller (2003), passim.

<sup>461</sup> Vgl. demgegenüber abwägend Pfingsten (2009), S. 19f.

<sup>462</sup> Vgl. stellvertretend Baily/Litan/Johnson (2008), S. 32f.

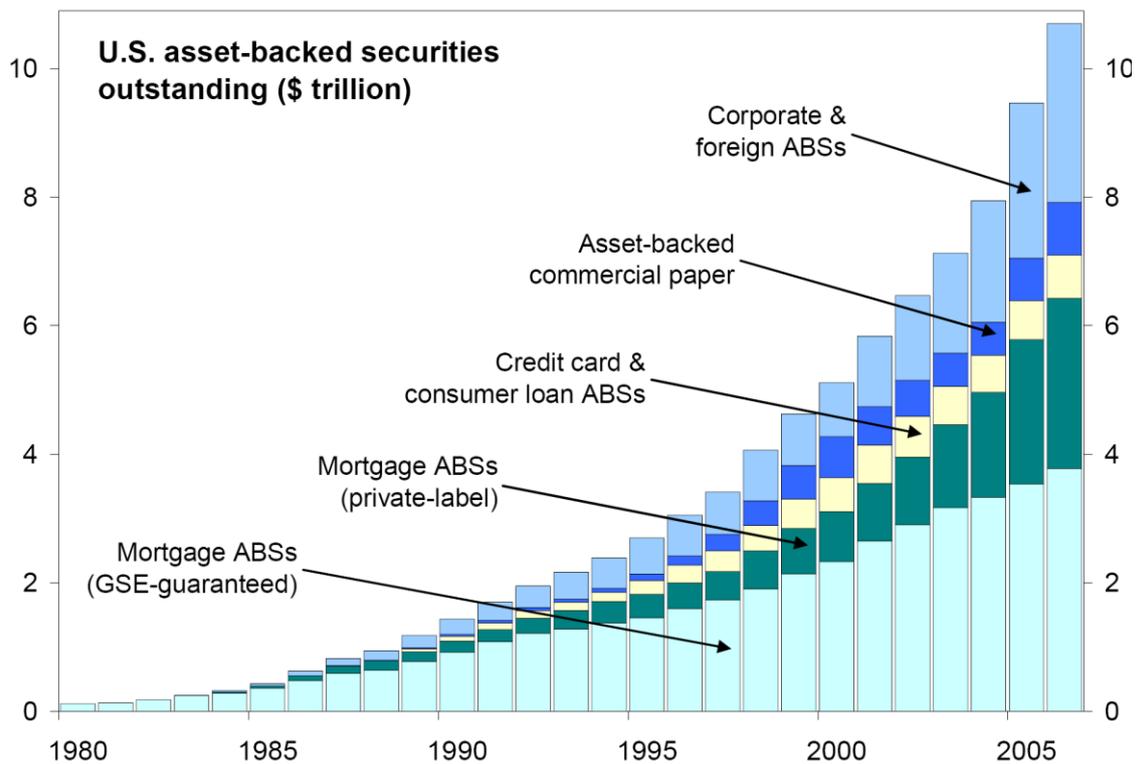


Abb. 25: Verbriefungsvolumina auf dem US-amerikanischen Markt<sup>463</sup>

Bereits aus diesen grundsätzlichen Zusammenhängen wird deutlich, dass die Beteiligten der beschriebenen Marktprozesse solange vom Chancepotential der eingegangenen Positionen profitierten, wie insbesondere institutionelles Gefüge, Zinsniveau, Immobilienpreisentwicklung und damit die Kapaldienstfähigkeit der Ursprungsschuldner keine Störung erfuhren. Umgekehrt lag hierin auch das damit untrennbar verbundene Risikopotential, denn es musste „bei nachlassender Konjunktur oder einem Rückschlag in der Immobilienpreisentwicklung mit steigenden Ausfallraten gerechnet werden“<sup>464</sup>. Im Zuge der Verbriefungen hat – unabhängig davon, inwieweit Beteiligte das erkennen konnten oder wollten – regelmäßig ein umfassender Kreditrisikotransfer stattgefunden. Damit war vorherbestimmt, dass Ausfälle infolge von Einschränkungen der Werthaltigkeit der Wohnimmobilien und/oder der Kapaldienstfähigkeit ihrer Besitzer über die gesamte (Verbriefungs-)Kette hinweg wirksam werden würden.

<sup>463</sup> Quelle: Bhatia (2007), S. 4 i. V. m. den dortigen Nachweisen.

<sup>464</sup> Rudolph (2008), S. 717.

Angesichts vorausgegangener Warnungen nicht unangekündigt, für zahlreiche Akteure auf den Finanzmärkten und der Politik gleichwohl unerwartet<sup>465</sup>, waren die notwendigen Voraussetzungen für die Tragfähigkeit der praktizierten Finanzierungs- und Kreditrisikotransferkonzepte zur Mitte der Dekade zunehmend weniger erfüllt. Die hiervon ausgehende Kettenreaktion vollzog sich als Ansteckung unter beteiligten Finanzmarktinstitutionen, wobei Kreditrisiken eine entscheidende Rolle spielten.

## 4.2 Die Finanzmarktkrise als Kettenreaktion

Die bis hierher dargestellten Marktprozesse, -strukturen und -regeln hatten noch keine akute Krise hervorgerufen, jedoch die Anfälligkeit des Finanzsystems für eine solche entscheidend erhöht. Um eine solche akute Krise auszulösen, bedurfte es lediglich eines exogenen Schocks<sup>466</sup>. Als solcher wirkten schließlich gegenläufige Preisentwicklungen auf den Märkten für liquide Mittel sowie Immobilien. Parallel zu den beschriebenen Marktprozessen waren dahingehend mahnende Stimmen weitgehend unbeachtet geblieben, darunter die Bejahung der Forschungsfrage “Is there a bubble in the housing market?”<sup>467</sup> durch die Urheber des vielbeachteten *Case/Shiller-Immobilienpreisindex*. Während das Marktpreisrisiko hier in sinkenden Immobilienpreisen lag, bestand es auf dem Geld- und Kapitalmarkt in steigenden Zinsen. In der Tat ließ sich ein entsprechender Prozess kontinuierlicher Zinssteigerungen bereits im Folgejahr 2004 auf dem Markt für Zentralbankgeld nachverfolgen, wie auch die folgende Abbildung 26 verdeutlicht.

Das in den Zinsanhebungen der *Federal Reserve* wirksam werdende Zinsänderungsrisiko manifestierte sich zunächst auf der Refinanzierungsseite der Bankbilanzen. Soweit ihnen die Weitergabe im Aktivgeschäft gelang, verlagerten sich die Auswirkungen des Zinsanstiegs zu den ursprünglichen Kreditnehmern, die ihre Darlehen zu variablen Zinssätzen aufgenommen hatten. Unter ihnen befanden sich zahlreiche Subprime-Hypothekenschuldner, deren Liquiditätslage und Kapitaldienstkonzeption naturgemäß stö-

---

<sup>465</sup> Vgl. dazu etwa Klein (2008), S. 82; v. Weichs (2010), S. 66f.

<sup>466</sup> Vgl. zum idealtypischen Verlauf von Finanzmarktkrisen ausführlich Bonn (1998), S. 297-354, hier bes. S. 298-329; sowie vor dem Hintergrund der aktuellen Krise analog Bonn (2008).

<sup>467</sup> So der Titel von Case/Shiller (2003); zum Untersuchungsergebnis vgl. bes. ebda., S. 341f.

rungsanfällig war. Die sogenannten „teaser rates“ ließen dieses Problem erst mit zeitlicher Verzögerung sichtbar werden<sup>468</sup>.

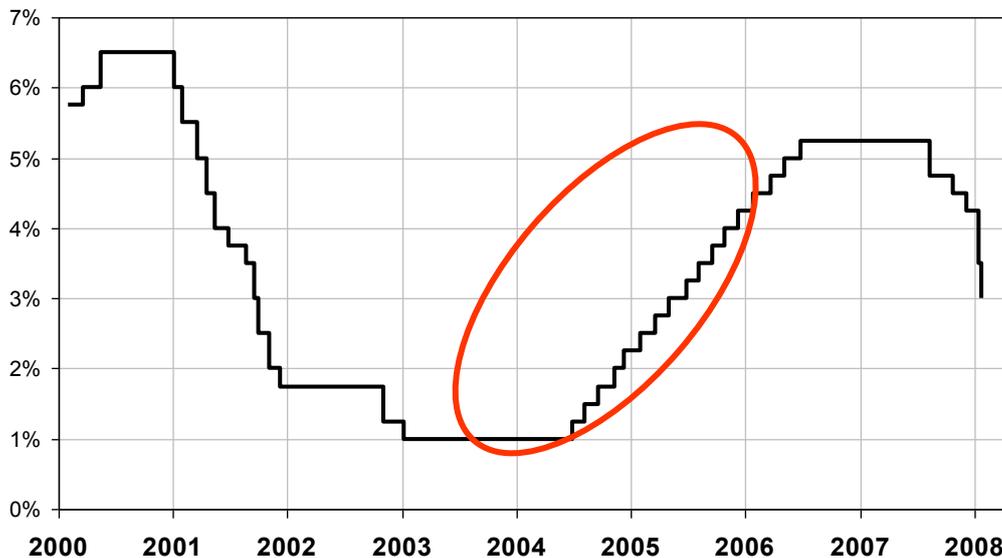


Abb. 26: Anstieg der US-Notenbankzinsen ab 2004<sup>469</sup>

Zu der marktzensbedingten Zusatzbelastung der Kapitaleinstellungsfähigkeit und Kreditwürdigkeit der Ursprungsschuldner trat ab 2006 die negative Entwicklung ihrer Vermögenslage hinzu, wobei sich eine Abwärtsspirale erkennen lässt: Die infolge der Boomjahre ohnehin einsetzende Marktsättigung wurde zunehmend verstärkt durch Immobilienangebote, die aus Kapitaleinstellungsproblemen herrührten, weil Ursprungsschuldner oder -gläubiger eine Verwertung der Kreditsicherheit betrieben<sup>470</sup>.

Die knappere Liquidität führte also unmittelbar zu reduzierten Kapitaleinstellungsfähigkeiten der Ursprungsschuldner, während parallel der Wert der Kreditsicherheiten sank. Das Kreditrisiko aus den betreffenden Hypothekenforderungen schlug sich also sowohl in Ausfallwahrscheinlichkeiten als auch Ausfall- bzw. Besicherungsquoten nieder, die EL aus den Kreditengagements stiegen damit über die Komponenten PD wie LGD. Die resultierenden Abwertungsnotwendigkeiten<sup>471</sup> betrafen zwar auch Bankintermediäre als Ursprungsgläubiger, vor allem aber Risikokäufer, auf die die Ursprungsgläubiger genau dieses Kreditrisiko via Verbriefung oder andere Instrumente transferiert hatten. Hierzu zählten infolge der Verbriefungs-

<sup>468</sup> Vgl. etwa Mullineux (2008), S. 364.

<sup>469</sup> Quelle: Darstellung basiert auf Daten von [www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm](http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm).

<sup>470</sup> Vgl. Goodhart (2008), S. 340; vgl. zu Vorzeichen eines Preisverfalls auch Frankel (2006), S. 77.

<sup>471</sup> Vgl. kompakt zur hieraus resultierenden Ansteckung Fendel/Frenkel (2009), S. 81f.

ketten zunächst vor allem Conduits samt der dahinterstehenden (Bank-) Institutionen: „In line with the guarantees they had given, the sponsoring banks had to step in“<sup>472</sup>. Bei entsprechenden credit enhancements waren auch Kreditversicherungsinstitutionen in Form der bond insurer betroffen.

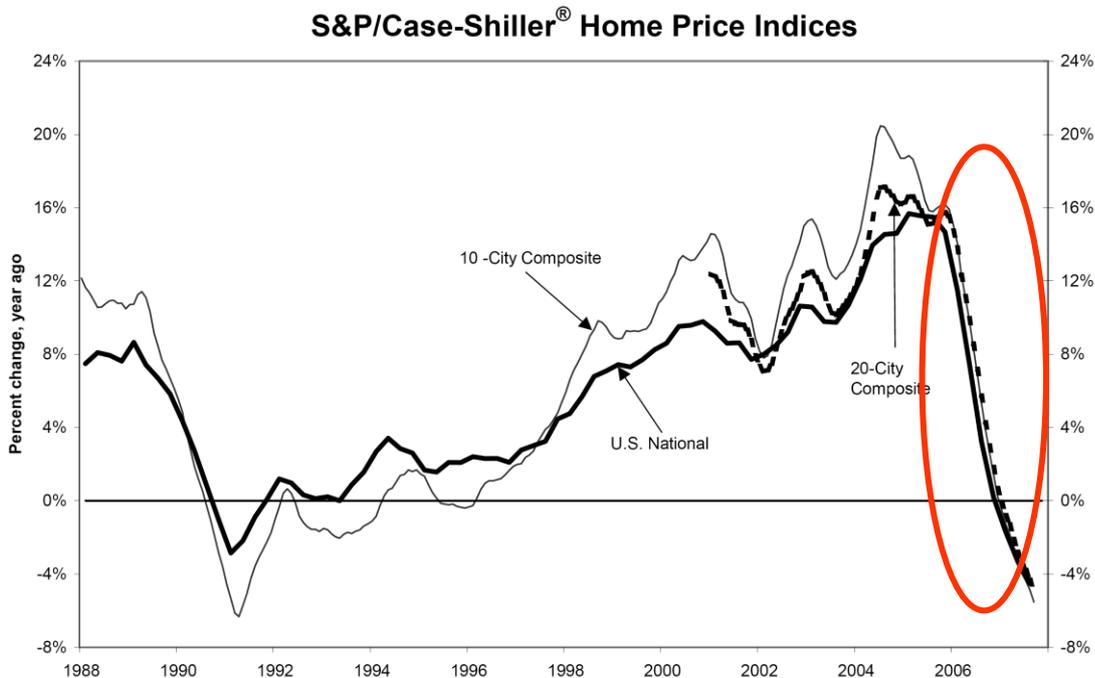


Abb. 27: Verfall der Immobilienpreise auf dem US-Markt 2006<sup>473</sup>

Da das Geschäftsmodell insbesondere der auf den ABS-Erwerb fokussierten, kaum regulierten Conduits regelmäßig auf einer ausgeprägten Fristentransformation beruhte<sup>474</sup>, trug eine weitere Facette des Liquiditätsrisikos zu der beginnenden Ansteckungskette bei: Die durch Bonitätsänderungen, zunehmende Verkäufe und damit sinkende Kurse von ABS schrumpfende Aktivseite sowie das Austrocknen ihrer einzigen Liquiditätsquelle (nämlich der Kapitaldienste der Ursprungsschuldner) verursachte eine wachsende Zurückhaltung der Kapitalmarktteilnehmer, den Conduits die nötige Anschlussfinanzierung zu gewähren (Liquiditätsanschlussrisiko). Der Wirkungsverbund von Marktpreis-, Kredit- und Liquiditätsrisiken führte zu Abschreibungsnotwendigkeiten für ohnehin gehaltene Subprime-ABS oder zu Einstandspflichten für Conduits, denen Liquiditätshilfen gewährt bzw.

<sup>472</sup> Hellwig (2010), S. 41. Für den deutschen Finanzmarkt zeigte sich das in besonders schwerwiegender Weise für die IKB sowie die SachsenLB, vgl. einleitend Goodhart (2009), S. 24f.

<sup>473</sup> Quelle: Modifiziert nach Standard & Poor's (2007). Vgl. ergänzend Krinsman (2007), S. 14.

<sup>474</sup> Neben den Conduits gerieten auch einzelne Bankintermediäre wie insbesondere *Bear Stearns* infolge übermäßiger Fristentransformation in Existenzgefahr, vgl. etwa Summe (2009), hier S. 83f.

wertreduzierte Aktiva abgenommen werden mussten. Der ungeplant ansteigende Liquiditätsbedarf verengte den Markt für Interbankenkredite. In der Folge gerieten erste Bankintermediäre in eine existenzbedrohliche Lage, die nur durch staatliche Intervention aufgelöst werden konnten<sup>475</sup>.

Trotz dieser Signale galten Insolvenzen von großen Bank- oder Versicherungsintermediären aufgrund langjähriger Erfahrungen als zwar theoretisch denkbar, aber faktisch irrelevant (sog. *Too-big-to-fail-Doktrin*)<sup>476</sup>. Eine dramatische Verschärfung der Krise entstand folgerichtig aus der Insolvenz eines Bankhauses, mit der von daher nicht zu rechnen gewesen war: Am 15. September 2008 faillierte mit der US-amerikanischen Investment Bank *Lehman Brothers* eine traditionsreiche und bekannte Institution der Wall Street, nachdem weder sie noch potentielle Übernehmer die – durch massive Abschreibungen auf Wertpapierbestände – zwingend notwendige Staatshilfe erhalten hatten. Das zerstörte Vertrauen der Marktteilnehmer in die *Too-big-to-fail-Doktrin* sowie die *Lender-of-Last-Resort-Funktion* der US-Regierung<sup>477</sup> war umso größer, als die US-Regierung für die Versicherungsunternehmung *AIG*, deren Existenzgefährdung sich durch einen 90 %igen Aktienkursverfall nur einen Tag nach der Lehman-Insolvenz offenbarte, im Oktober/November 2008 die nötigen Maßnahmen für einen Bailout ergriff<sup>478</sup>. Insbesondere am Beispiel von *AIG*, später auch an dem weiterer Anleiheversicherer zeigte sich die Untauglichkeit des Monoliner-Geschäftsmodells, das durch einen arteigenen Mangel an (Risiko-)Diversifikation und Haftungsmasse gekennzeichnet war: “AIG’s unhedged sales of nearly half a trillion dollars of insurance represented a significant concentration of credit risk in a market participant that ultimately did not have the necessary loss absorption capacity. The widespread bond defaults during the recent crisis imposed substantial losses on AIG and other sellers of credit risk insurance“<sup>479</sup>.

---

<sup>475</sup> Zu den frühesten und aus deutscher Sicht einprägsamsten Fällen gehörten neben den o.g. der *IKB* sowie der *SachsenLB* der der britischen *Northern Rock*. Vgl. ausführlich dazu Chick (2008); illustrativ auch Goodhart (2008). Eine kompakte Retrospektive zu diesen und anderen Fällen bietet aktuell Buckley (2011), S. 172-240.

<sup>476</sup> Vgl. einführend Roth (1994); sowie ausführlich den Sammelband von Gup (ed., 2004). Für eine aktuelle Kritik im Krisenkontext vgl. Rudolph (2011), hier S. 306f. (m.w.N.).

<sup>477</sup> Vgl. ausführlich zur Lehman-Insolvenz Summe (2009), hier bes. S. 92-94 hinsichtlich der *Too-big-to-fail-doctrine*. Vgl. einführend auch Shultz (2009), S. 5f.

<sup>478</sup> Vgl. zur Abfolge der Fälle *Lehman* und *AIG* Brunnermeier (2009), S. 89f., 96.

<sup>479</sup> Cechetti/Gyntelberg/Hollanders (2009), S. 45. Vgl. auch Adelson/Jacob (2008), S. 16f.

Der so durch die Entscheidungen politischer Akteure weiter gesteigerte Vertrauensverlust weitete sich epidemieartig (*financial contagion*) unter den Banken aus. In der Folge trocknete der Markt für Interbankengeld annähernd aus, womit für die Bankintermediäre zunehmend auch Liquiditäts(anschluss)risiken wirksam wurden. Die zunehmende Mittelknappheit in Verbindung mit den gleichzeitig erheblich wachsenden Ausfallbefürchtungen der Marktteilnehmer sorgte für signifikante Anstiege der Prämien für Liquiditäts- und Kreditrisiken und zog entsprechende Kursrückgänge an den Wertpapiermärkten nach sich. Die folgenden Abbildungen zeigen, dass im Zuge dessen die *Lehman*-Insolvenz eine Zäsur darstellte: Zwar markiert der Zusammenbruch dieser US-Investment Bank weder Anfangs- noch Endpunkt der Finanzmarktkrise, er fungierte aber nach einer Phase teilweiser und temporärer Beruhigung als entscheidender Impuls für die folgende dramatische Verschärfung (senkrechte Linie über dem 15. September 2008). Die nachfolgende Abbildung 28 zeigt zunächst den signifikanten Anstieg des kurzfristigen Interbankenzinses (hier: Libor) gegenüber dem als risikofrei geltenden Zinssatz (hier: US-Treasury bill rate):

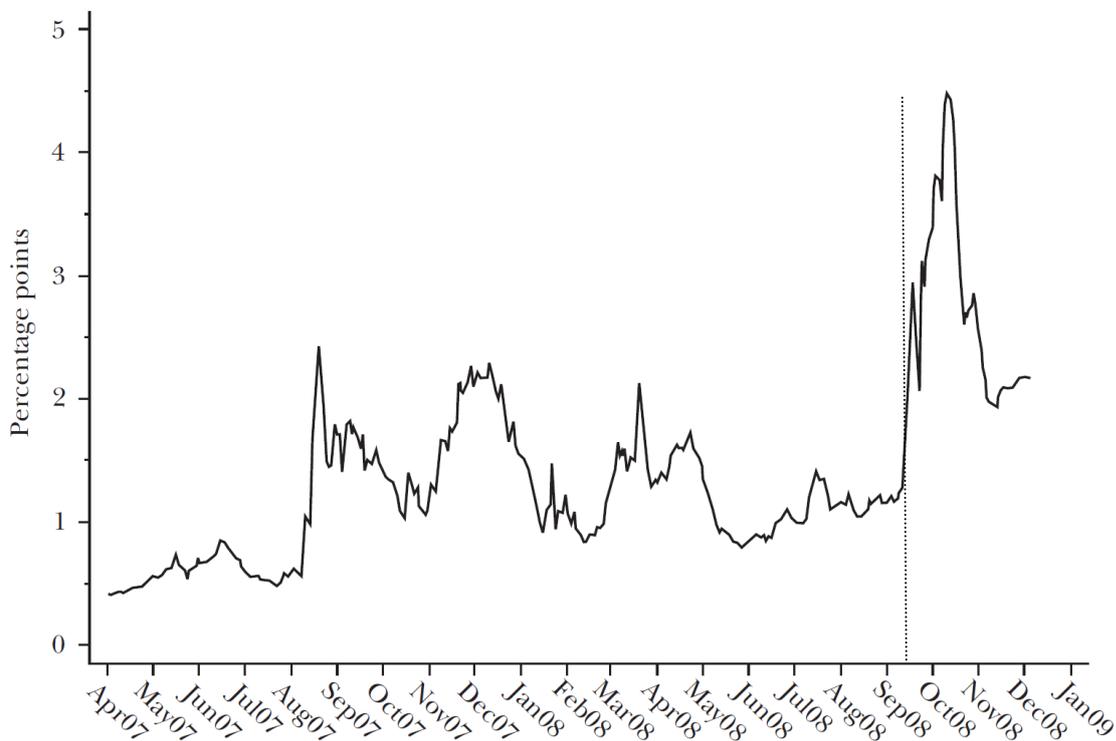


Abb. 28: Anstieg der Risikoprämien im Interbankenzins<sup>480</sup>

<sup>480</sup> Quelle: Abb. entnommen aus Brunnermeier (2009), S. 86; Daten: Bloomberg.

Analog illustriert Abb. 29 den generellen Anstieg von Risikoprämien von Unternehmens- und Bankanleihen, speziell für solche nachrangiger Ausgestaltung (oberste Kurve).

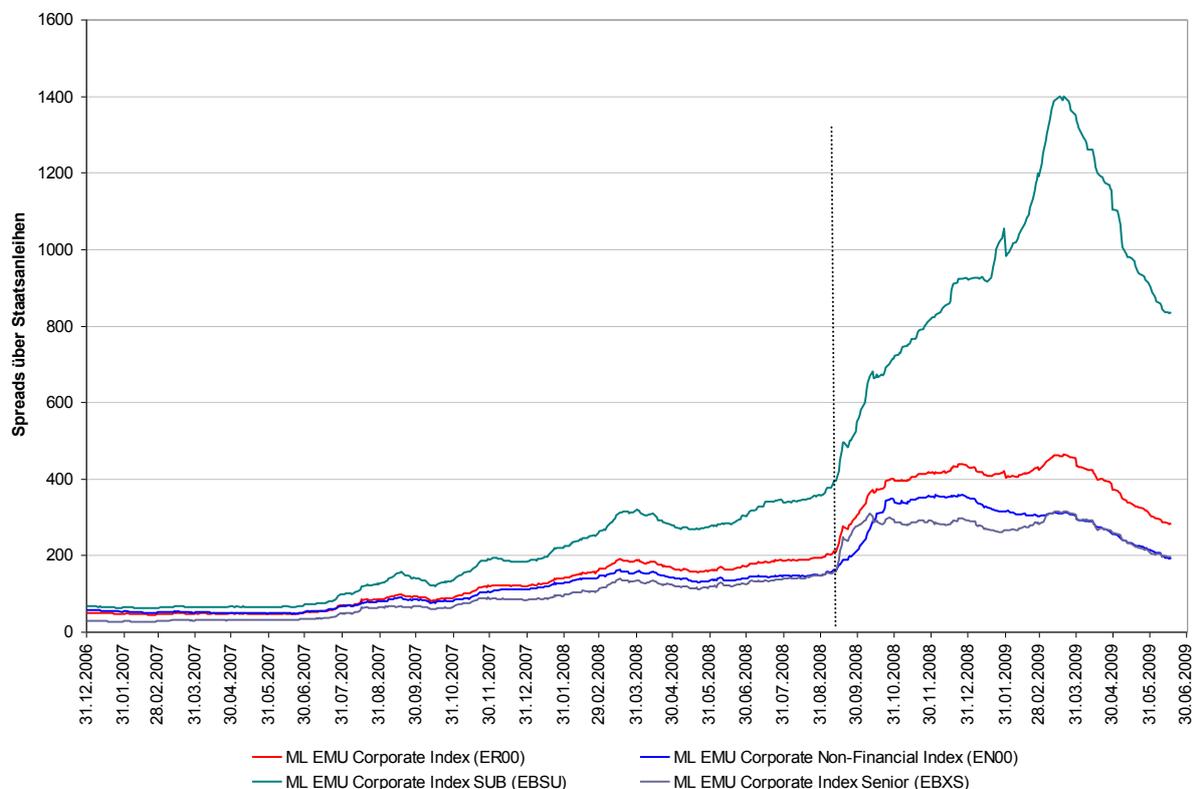


Abb. 29: Anstieg der Risikoprämien von Bankschuldverschreibungen<sup>481</sup>

Die umseitige Abbildung 30 schließlich zeigt, wie die Credit Spreads auch von Nichtbankanleihen zur Monatsmitte September über sämtliche Bonitätsklassen hinweg sprunghaft anstiegen. Da diese Entwicklungen der Risikoprämien bzw. Wertpapierpreise flächendeckend auftraten, veränderten sich auch bisherige Kurskorrelationen sowie die Tragfähigkeit darauf beruhender Rendite-/Risiko- bzw. Portfolio-Konzepte. Der Fall *Lehman* hat aus heutiger Sicht fundamentale Bedeutung für die weitere Entwicklung der Finanzkrise, womit insbesondere die verketteten Liquiditäts- und Kreditrisiken bzw. die hieraus folgenden Belastungen der Liquiditäts- und Vermögenslage gemeint sind<sup>482</sup>.

<sup>481</sup> Quelle: Abb. entnommen aus Horsch/Schulte (2010), S. 86; Daten: Bloomberg.

<sup>482</sup> Die Verkettung erstreckte sich, wie nachfolgend noch deutlicher wird, über sämtliche Risikoarten. Am deutschen Finanzmarkt steht der Fall *Lehman* auch für operationelle Risiken (in Kreditinstituten), nachdem die deutsche *Kreditanstalt für Wiederaufbau* 300 Mio. € an die bereits insolvente Investmentbank überwies, obwohl entsprechende Warnmeldungen bereits seitens der Bundesbank verbreitet und von der Bank auch empfangen worden waren. Dennoch wurde der programmierte Transfer weder manuell noch automatisch gestoppt. Vgl. dazu einfürend Hau/Thum (2008).

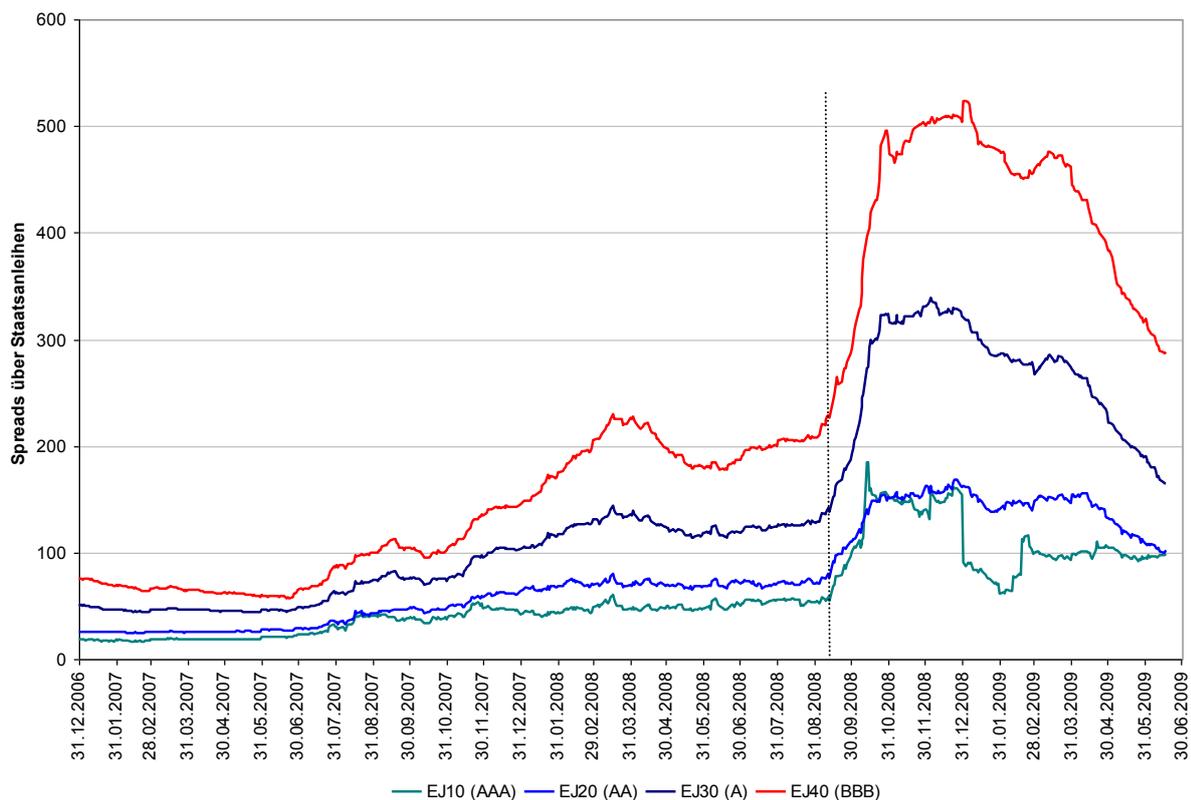


Abb. 30: Anstieg der Risikoprämien von Nichtbankanleihen<sup>483</sup>

Nachdem „Lehman Brothers failed in September 2008, liquidity demands surged as counterparty concerns trumped everything“<sup>484</sup>, wobei sich das Misstrauen nicht lange auf den Interbankenmarkt beschränkte, sondern zunehmend private Bankkunden erfasste. Besonders ansteckende Wirkung zeigte in diesem Kontext die Insolvenz des US-amerikanischen Bankhauses *Washington Mutual (WaMu)* am 26. September 2008. Da die Bank anders als *Lehman* im Mengengeschäft tätig gewesen war, waren private Einleger in großer Zahl involviert. Im Sinne gefährdeter Einlagen betraf dies primär US-Bürger, die zudem ihre Einlagen im Rahmen eines „stillen Schaltersturms“ überwiegend elektronisch und damit für andere unsichtbar abzogen<sup>485</sup>. Indirekt fühlten sich indes auch große Teile gerade der deutschen Bankeinleger deswegen betroffen, da *WaMu* in den Medien verzerrend als „größte US-Sparkasse“ bezeichnet wurde<sup>486</sup>. Zwar war *WaMu*

<sup>483</sup> Quelle: Abb. entnommen aus Horsch/Schulte (2010), S. 87; Daten: Bloomberg.

<sup>484</sup> Summe (2009), S. 85.

<sup>485</sup> Zum „silent run“ der US-Bankeinleger vgl. Brunnermeier (2009), S. 90.

<sup>486</sup> Vgl. stellvertretend niemand anderen als die deutsche Aufsichtsbehörde, BaFin (2009), S. 19; sowie Scharff (2009), S. 6. Für die induzierten Gegendarstellungen der deutschen Sparkassenorganisation vgl. exemplarisch Sparkassen-Finanzgruppe Saar (2008).

etwa 120 Jahre zuvor als Savings & Loan Association gegründet worden, gehörte also ursprünglich zu einem Typ, der gewisse Parallelen zu deutschen Sparkassen aufweist, ohne mit diesen wirklich vergleichbar zu sein, was insbesondere Fragen der Trägerschaft, Haftung und damit des Kreditrisikos betrifft<sup>487</sup>. Speziell angesichts des extrem belasteten Vertrauens in die Finanzmärkte generell und die Bankintermediäre speziell war dieser simplifizierende, die Sparkassenkunden infolge des verbreiteten *Homogenitätsgedankens*<sup>488</sup> weltweit beunruhigende Sprachgebrauch unverantwortlich und zu einer weiteren Destabilisierung des Vertrauens geeignet.

Denn auch in Deutschland reagierten die (privaten) Bankgläubiger auf die Krise (bzw. die Berichterstattung darüber) mit einem zunehmenden Abzug von Einlagen, womit sie die Liquiditätslage der Institute zusätzlich belasteten und an der schrittweisen Selbsterfüllung der Vorhersage von Bankinsolvenzen mitwirkten. Zu den ersten wirksamen Gegenmaßnahmen gehörte, dass Zentral- wie Geschäftsbanken Beobachtungen von Einlagenabzügen unter Verschluss hielten, um nicht zu weiteren Abhebungen der Bankgläubiger aufzufordern<sup>489</sup>. Bis zu den ersten Oktobertagen war die stetig gewachsene Gefahr eines totalen Vertrauensverlustes der privaten Bankgläubiger und mithin ein Schaltersturm samt unausweichlicher Überlastung der Liquiditäts- und Vermögensbestände der Kreditinstitute so groß geworden, dass die Bundesregierung im Rahmen ihrer angenommenen Lender-of-Last-Resort-Funktion ein Garantieverprechen für die Kundeneinlagen abgab<sup>490</sup>. Hierdurch wurden die Liquiditäts- und Kreditrisiken, welche die Kreditinstitute selbst inzwischen aus Sicht ihrer Kunden verkörperten, durch staatliche Reputationsleihe so weit vermindert, dass die Bankgläubiger weiter bereit blieben, auf die Kreditwürdigkeit bzw. Kapaldienstfähigkeit der Bankintermediäre als Einlagenschuldner zu vertrauen. Die befürchteten *self-fulfilling-prophecies* unzureichender Bankenliquidität und -bonität konnten durch diese staatliche Intervention umgekehrt werden in eine *self-fulfilling-prophecy* eben gerade ausreichender Liquidität und Bonität.

---

<sup>487</sup> Vgl. einführend Süchting/Paul (1998), S. 103f.

<sup>488</sup> Vgl. einführend hierzu etwa Burghof/Rudolph (1996), S. 20-24.

<sup>489</sup> Vgl. dazu auch die empirische Analyse von Takemura/Kozu (2009), im Ergebnis bes. S. 39f.

<sup>490</sup> Vgl. hierzu Roth (2009).

Unabhängig von der Wirksamkeit dieses Vorgehens mit Blick auf Liquiditäts- und Kreditrisiken der Bankgläubiger sowie in der Folge das Liquiditätsrisiko der Banken (die immerhin keine ungeplanten Liquiditätsabflüsse durch kollektive Einlagenabzüge zu verzeichnen hatten), blieben die Ursachen und damit die Virulenz des unter den Kreditinstituten herrschenden Misstrauens bestehen – schließlich erfasste das Garantieverprechen nicht die Einlagen und Forderungen, die die Banken untereinander hielten. Die Notwendigkeit, auch diesen Krisenherd zu bekämpfen, führte daher zur Schaffung neuer Institutionen, in Deutschland zum Regelsystem des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes (FMStG) vom 17. Oktober 2008, auf dessen Basis sowohl Geldleihen zur Bewältigung von Liquiditäts- als auch Kreditleihen (Garantien) zur Bewältigung von Kreditrisiken von Kreditinstituten möglich geworden sind<sup>491</sup>.

Das FMStG ist – wie die nachfolgenden Stabilisierungsgesetze – zumeist aus dem Blickwinkel der Stützung der Kreditwürdigkeit der Kreditwirtschaft als Einlagenschuldner diskutiert worden. Tatsächlich enthält es auch eine Neuregelung, welche die (In-)Solvenz bzw. Kreditwürdigkeit nicht nur der Finanzintermediäre, sondern aller Unternehmen betraf: Die für das Insolvenzrecht zentrale Definition des Überschuldungsbegriffs der Insolvenzordnung (InsO) wurde mit *branchenübergreifender Wirksamkeit* geändert. Kern der Definition ist in § 19 II InsO neu und war in § 19 II InsO alt das Fehlen eines negativen Reinvermögens (Eigenkapital) der (Kapital-) Gesellschaft, also ein das Vermögen übersteigender Schuldenstand: „Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt“<sup>492</sup>. Neu ist hingegen die Hinzufügung, dass selbst bei dieser rechnerischen Überschuldung eine Überschuldungsinsolvenz dann nicht gegeben ist, wenn die Fortführung des Unternehmens mittelfristig überwiegend wahrscheinlich scheint<sup>493</sup>.

Diese Regeländerung ist nicht zuletzt für Kreditversicherungsunternehmen bedeutsam, da sie die Wahrscheinlichkeit und Ausmaße von Unternehmensinsolvenzen verändert. Ob dies in positiver (im Sinne verringerter Leistungspflichten der KVU) oder negativer Richtung geschehen ist, kann

---

<sup>491</sup> Vgl. ausführlich zu den Inhalten des FMStG 2008 die Retrospektive von Seibert (2010), bes. S. 2534-2546; für kritische Auseinandersetzungen vgl. auch Paul (2008); v. Usslar (2009).

<sup>492</sup> § 19 Abs. II S1 InsO alt/neu.

<sup>493</sup> Zur damit verbundenen Rückbewegung auf ein älteres Überschuldungsverständnis vgl. einführend Schmidt (2008).

erst in langfristiger Betrachtung festgestellt werden und muss daher künftigen Forschungsarbeiten vorbehalten bleiben. Fest steht, dass auch die Abschwächung der Insolvenzdefinition nicht verhindern konnte, dass die Insolvenzzahlen in Deutschland<sup>494</sup> und parallel dazu die Ersatzleistungen der KVV in den Jahren 2008 und 2009 angestiegen sind<sup>495</sup>. Allerdings ist dieser Einfluss auf die Assekuranz eher indirekter Art. Im Übrigen zielten die regulatorischen Aktivitäten insgesamt primär auf die Kredit- und weniger auf die Versicherungswirtschaft. Als zentrale Kapitalsammelstelle und institutioneller Investor einer entwickelten Volkswirtschaft konnte die Assekuranz zwar von den flächendeckenden Liquiditäts- und Bonitätsproblemen nicht unberührt bleiben, doch blieben existenzbedrohliche Krisen auf das spezielle Segment der US-amerikanischen *Monoline Bond Insurer* beschränkt, die ein speziell aus deutscher Sicht atypisches, da wenig diversifiziertes und auf verbriefte Kredite ausgerichtetes Geschäftsmodell verfolgt hatten<sup>496</sup>.

Die massiven staatlichen Interventionen im Herbst 2008 halfen entscheidend, die Ansteckungskette zwischen den Marktteilnehmern zu unterbrechen<sup>497</sup>. In der unmittelbaren Folgezeit verlagerten sich die Kriseneffekte zunächst auf die Währungsmärkte<sup>498</sup>. Mit einigem zeitlichen Abstand wirkten sich die Belastungen durch die Finanzmarktkrise und die induzierten Wirtschafts- und Stützungsprogramme auf die Kreditwürdigkeit der Einzelstaaten aus. Die folgende Staatsschuldenkrise, die seit 2010 den europäischen Wirtschaftsraum sowie die Stabilität der Weltwirtschaft gefährdet, geht über den Untersuchungsbereich dieser Arbeit allerdings hinaus. Unabhängig davon hat diese Rückkopplungseffekte auf die Finanzmärkte: Sinkende Kreditwürdigkeiten einzelner Länder führen zu steigenden Risikoprämien – also steigenden Liquiditätsbelastungen auf Schuldnerseite – und zeitgleich zu spiegelbildlich sinkenden Wertpapierkursen – also

---

<sup>494</sup> Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen stieg von 29.150 (2007) über 29.580 (2008) auf 32.930 (2009), vgl. Creditreform (2011), S. 1. Die Schadenaufwendungen der deutschen Kreditversicherer stiegen im gleichen Zeitraum von ca. 700 Mrd. € (2007) über 800 Mrd. € (2008) auf 1.500 Mrd. € (2009), vgl. GDV (2007), S. 114, GDV (2008), S. 114, GDV (2009a), S. 128.

<sup>495</sup> Vgl. zur krisenbedingt ansteigenden Schadenbelastung der Kreditversicherer exemplarisch Fromme (2008), Varain (2010), S. 6; v. Weichs (2010), S. 65.

<sup>496</sup> Vgl. aktuell Junke (2010), S. 21, 33.

<sup>497</sup> Vgl. einführend Illing (2010), bes. S. 12f.

<sup>498</sup> Zu dieser Suche nach „safe havens“ auf den Währungsmärkten vgl. McCauley/McGuire (2009), bes. S. 86f.

Abwertungsnotwendigkeiten auf Gläubigerseite. Auf dieser befinden sich wiederum die Bankintermediäre, die bereits in die ursprüngliche Finanzmarktkrise involviert waren. Diese werden jedoch seit jeher, vor allem aber seit 2008 jenseits von Arbitrageüberlegungen durch politischen und gesellschaftlichen Druck und durch Institutionen der Bankenregulierung angezogen, die Gläubigerrolle für staatliche Schuldner zu übernehmen. Die resultierenden Abwertungsgefahren in den Staatsanleihepositionen der Bank- und Versichererbilanzen könnten einen weiteren Schritt der Kettenreaktion im Rahmen der Finanzmarkt-/Weltwirtschafts-/Staatsschuldenkrise sein, wenn es zu tatsächlichen Abwertungen der Bonitäten betroffener Staaten und ihrer Anleihen in den Büchern der Bank- und Versicherungsintermediäre käme. Inwieweit es hierzu kommen wird oder welche weiteren staatlichen Rettungspakete Wertverluste verhindern, wird sich endgültig erst in den Jahren ab 2012 zeigen. Allerdings mehren sich ausgangs des Jahres 2011 die Signale für eine erneute Verschlechterung der Risikolage im Unternehmenssektor. Ob und inwieweit dies in der Folge auch für die Kreditversicherungsunternehmen in eine Ergebnisbelastung mündet, wird davon abhängen, ob und inwieweit es ihnen gelingt, die antizipierten Risiken in marktwirksame (Risiko-)Prämienanpassungen zu transformieren<sup>499</sup>.

Nicht nur an dieser Stelle wirken die von politischen Unternehmern gesetzten und von bürokratischen Unternehmern in Aufsichtsbehörden durchgesetzten Marktregeln daher auf die weiteren Markt-, möglicherweise Krisenprozesse. Vielmehr waren von Anfang an Marktregeln, wie sie speziell in den Vereinigten Staaten (durch-)gesetzt wurden, von zentraler Bedeutung für das Entstehen, den Verlauf und – speziell durch die Entscheidung für eine (Nichtvermeidung der) *Lehman*-Insolvenz – auch für das Ausmaß der Subprime-, Finanzmarkt- sowie letztlich Weltwirtschafts- und Staatsschuldenkrise<sup>500</sup>. Anders formuliert, haben sich die Krisenprozesse in Teilen trotz, in Teilen sogar *infolge* geltender Marktregeln vollzogen. Umso bedenklicher mutet an, dass auch in diesem Fall die Mechanismen krisengetriebener Regulierung alsbald zu beobachten gewesen sind, die von politischen Unternehmern vorangetrieben wurden. Vor diesem Hintergrund

---

<sup>499</sup> Vgl. aktuell die Positionen des *Euler Hermes*-CEO VERSTRAETE bei Fromme/Klimm (2011).

<sup>500</sup> Vgl. prägnant die Ausführungen bei Weede (2009), hier bes. S. 271-273. Vgl. zudem Fendel/Frenkel (2009), S. 85; sowie insbesondere Rudolph (2010), hier S. 2409-2413.

wird daher abschließend erörtert, ob und inwieweit aus der Krise tatsächlich Lehren für die Regulierung von Finanzintermediären zu ziehen sind und wie diese sich auf die Prozesse, Strukturen und Regeln der Kreditversicherungsmärkte auswirken könnten.

## 5. Marktregeln für Kreditversicherungsunternehmen

Die für (Kredit-)Versicherungsintermediäre geltenden Marktregeln sind im Rahmen des dritten Kapitels in ihrer Eigenschaft als regulatorische Markteintrittsbarrieren behandelt worden<sup>501</sup>. Gegenstand dieses Kapitels ist demgegenüber die genauere Analyse geltender, absehbarer sowie weiterer denkbarer Regulierungsansätze. Die Überlegungen sind geleitet von der Kernfrage, ob Kreditversicherungsunternehmen einer anderen, ggf. einer speziellen Regulierung bedürfen. Sie konzentrieren sich dabei auf a) grundlegende Zusammenhänge b) des Versicherungsaufsichtsrechts, da eine ausführliche Auseinandersetzung mit den gesamten Regelsystemen der Versicherungswirtschaft<sup>502</sup> nicht im Mittelpunkt dieser Arbeit steht.

### 5.1 Traditionelle Aufsichtskonzeptionen

#### 5.1.1 Generalia

Staatliche Eingriffe in Marktprozesse haben rechtlichen und ökonomischen Mindestanforderungen zu genügen. Erstere meinen die angemessene formale Kodifizierung in Regelsystemen, die sich auf materieller Ebene zudem im Einklang mit den übergeordneten Rechts- und Ordnungsprinzipien des Wirtschaftssystems befinden müssen. Diese leiten über zu den ökonomischen Anforderungen, die in einem marktwirtschaftlichen System besonders streng formuliert sind. Vorrangige Aufgabe des Staates ist es hier, die für ein möglichst reibungsloses Funktionieren der Marktprozesse notwendigen Rahmenbedingungen zu schaffen<sup>503</sup>. Dieses marktwirtschaftliche Grundverständnis ist nicht zuletzt von EUCKEN sowie VON HAYEK prägnant formuliert worden:

- Einer der zentralen Grundsätze der Wirtschaftspolitik lautet: „Die wirtschaftspolitische Tätigkeit des Staates sollte auf die Gestaltung der Ordnungsformen der Wirtschaft gerichtet sein, nicht auf die Lenkung des Wirtschaftsprozesses.“<sup>504</sup>

---

<sup>501</sup> Vgl. Teilkapitel 3.1.2 dieser Arbeit.

<sup>502</sup> Zu den wichtigsten Regelsystemen gehören neben dem VAG das Versicherungsvertragsgesetz VVG sowie das BaFin-Gesetz FinDAG, vgl. einfürend v. d. Schulenburg (2005), S. 367-369.

<sup>503</sup> Vgl. grundlegend Eucken (1949), hier bes. S. 23, 93. Vgl. aktuell auch Weede (2009), S. 268f.

<sup>504</sup> Eucken (1952), S. 336 (im Original hervorgehoben).

- Die Rolle staatlicher Institutionen für das Wirtschaftsgeschehen ist zu vergleichen „mit der des Wartungspersonals einer Fabrik, da ihr Zweck nicht ist, bestimmte Leistungen oder Produkte hervorzu- bringen, [...] sondern eher, dafür zu sorgen, daß der Mechanismus, der die Produktion dieser Güter und Dienstleistungen regelt, in arbeitsfähigem Zustand erhalten bleibt.“<sup>505</sup>

Über die Festsetzung solcher Rahmenbedingungen hinaus sollte der Staat strenggenommen nur dann tätig werden, wenn sich nachweisen lässt, dass

- ein intolerabler Missstand (ein sog. Marktversagen) vorliegt, der mit Hilfe staatlicher Eingriffe
- effektiv (dem Grunde nach) sowie
- effizient (den Kosten nach am günstigsten)

bewältigt werden kann<sup>506</sup>.

Nicht nur für die Versicherungswirtschaft sind Regulierungsbegründungen traditionell auf den ersten Punkt fokussiert. Im Vordergrund stehen dabei seit Begründung des VAG als Regelsystem sowie des BAV als Handlungssystem im Jahre 1901 die beiden normativen Kernziele

1. der *Schutztheorie*: Schutz der Versicherungsnehmer (Nachfrager) im Sinne der dauerhaft stabilen Erfüllbarkeit ihrer Ansprüche sowie
2. der *Strukturtheorie*: Schutz der Versicherungsunternehmen (Anbieter) im Sinne der Systemstabilität<sup>507</sup>.

Als Kerngefahr für beide Schutzziele gilt traditionell die Insolvenz von Versicherungsunternehmen, woraus sich deren Unerwünschtheit gewissermaßen axiomatisch ergibt. Die zumindest latente Gefährdung dieses Insolvenzvermeidungsaxioms bzw. der übergeordneten Schutzziele soll mit Hilfe einer branchenspezifischen *Besonderheitenlehre* belegt werden. Sie umfasst eine Reihe von versicherungsmarkttypischen Phänomenen, die

---

<sup>505</sup> v. Hayek (1980), S. 71.

<sup>506</sup> Vgl. ausführlich Kirzner (1978), ausgehend davon auch Horsch (2008), S. 66f. Zur Unterscheidung von Effektivität und Effizienz der Aufsicht über Finanzintermediäre vgl. zudem Nguyen/Molinari (2009), S. 45f.; Paul (2011b), S. 460f.

<sup>507</sup> Die Maßgabe der dauerhaften Erfüllbarkeit der Vertragspflichten folgt insbes. aus § 8 I Abs. 1 Nr. 3 VAG und § 81 I Abs. 2, 5 VAG. Vgl. dazu stellvertretend Farny (2011), S. 108-111; Fahr/Kaulbach/Bähr (2007), § 81, Rdnr. 15; Prölss/Kollhosser/Schmidt/Präve (2005), Vorbem., Rdnrn. 56-59; ferner Müller (1996), bes. S. 358f. Vgl. kritisch seinerzeit auch Angerer (1985), bes. S. 7-12.

die Insolvenzgefahr auf ein inakzeptables Maß erhöhten, sofern dem nicht regulatorisch gegengesteuert werde<sup>508</sup>.

Während die Besonderheitenlehre an sich in „facettenreichen Argumentationslinien ausgearbeitet“<sup>509</sup> ist, finden sich weit weniger Belege dafür, dass und warum dafür exakt jene Regulierungsansätze nötig sind, wie sie in Deutschland traditionell praktiziert worden sind<sup>510</sup>. Dominierend war und ist hier der Ansatz der materiellen Staatsaufsicht, welches neben Publizitäts- und Normativvorschriften Zusatzbedingungen vorsieht, die einer Aufsichtsinstanz das Recht zur aktiven, auslegungsfähigen Einwirkung auf die unternehmerischen Aktivitäten in einer regulierten Einrichtung gewähren. Um die normativen Regulierungsziele zu erreichen, darf der Regulierer auf unternehmerische Aktionsparameter auch präventiv einwirken, sobald andernfalls eine Zielverfehlung zu erwarten ist<sup>511</sup>.

Zwar hat das deutsche Versicherungsaufsichtsrecht im Zuge der fortschreitenden europäischen Einigung insbesondere durch die sog. Dritte Richtliniengeneration eine Zäsur erfahren, in deren Rahmen auch traditionelle Aufsichtsbefugnisse (wie die Preis- und Produktaufsicht) weggefallen sind, doch ändert das nichts daran, dass dem Grunde nach unverändert ein materieller Aufsichtsansatz verfolgt wird<sup>512</sup>. Dieser lässt sich unterteilen in

- *Aufnahmekontrolle*, d. h. staatliche Beaufsichtigung vor bzw. bei der Aufnahme des Geschäftsbetriebs sowie
- *Ausübungskontrolle*, d. h. staatliche Beaufsichtigung der laufenden Geschäftstätigkeit<sup>513</sup>.

Kern der Aufnahmekontrolle ist, dass gemäß § 5 VAG die Versicherungsaufsichtsbehörde darüber entscheidet, ob ein Unternehmen überhaupt zum

---

<sup>508</sup> Vgl. ausführlich nach wie vor Scherer (1975), hier bes. S. 25-59. Vgl. m.w.N. auch den Überblick bei Horsch (1998), S. 22-25; sowie aus der neueren Literatur Hartung (2007), S. 33-38; Osetrova (2007), S. 26-28.

<sup>509</sup> Hartung (2007), S. 34.

<sup>510</sup> In der Folge sind spätestens seit den 1970er Jahren vermehrt ausführliche kritische Auseinandersetzungen mit der Besonderheitenlehre zu finden, vgl. stellvertretend die Arbeit von Hollenders (1985).

<sup>511</sup> Vgl. für eine konzise Unterscheidung der drei Ansätze Müller (1995b), S. 131-134.

<sup>512</sup> Vgl. dezidiert Prölss/Kollhossler (2005), § 81, Rdnr. 7; Müller (2001), S. 158f.

<sup>513</sup> Zu den kursiven Termini vgl. Müller (1995b), S. 138; vgl. überdies ebda., S. 168-198, 199-320, en detail zu ihren Inhalten nach der Dritten Richtliniengeneration. Für eine aktuelle Überblicksdarstellung vgl. Farny (2011), S. 133-140.

Betrieb eines Versicherungsgeschäfts zugelassen wird. Neben dem Antrag auf Erlaubnis muss dafür ein Geschäftsplan eingereicht werden, der u. a. Auskunft über die Risiken der jeweiligen Versicherungssparte gibt. Es muss ferner nachgewiesen werden, dass Eigenmittel in Höhe des Mindestbetrages des Garantiefonds vorhanden sind<sup>514</sup>.

Die Ausübungskontrolle richtet sich ausgehend vom Kernziel der dauernden Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen insbesondere darauf, dass

- passivseitig die versicherungstechnischen Rückstellungen ausreichend (vorsichtig) gebildet und ausreichende Eigenmittel vorgehalten werden,
- aktivseitig auf eine möglichst gleichermaßen sichere, rentable und liquide Anlage vereinnahmter Mittel unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erfolgt;
- sämtliche Unternehmensprozesse unter Beachtung der kaufmännischen Grundsätze einschließlich einer ordnungsgemäßen Verwaltung und Buchhaltung, angemessener interner Kontrollverfahren sowie der übrigen finanziellen Grundlagen des Geschäftsplans ablaufen.

Soweit es Institutionen in Gestalt von regulatorischen Handlungssystemen betrifft, ist für die Unternehmen der deutschen Assekuranz seit 2002 die *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen* (BaFin) maßgeblich. Zuvor war es das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (BAV) gewesen, welches zusammen mit dem für die Banken zuständigen Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred) sowie dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel 2002 in der neuen Organisation aufging<sup>515</sup>.

---

<sup>514</sup> Vgl. einführend Fahr/Kaulbach/Bähr (2007), § 5, bes. Rdnrn. 1-9, 27, 48f.; im Überblick auch v. d. Schulenburg (2005), S. 367f.

<sup>515</sup> Zur Zusammenführung der „Regulierungsorganisation“ des BAV mit Institutionen der Banken- sowie der Wertpapieraufsicht vgl. detailliert Frach (2010), S. 53-75.

## 5.1.2 Beaufsichtigung von Kreditversicherungsunternehmen

Kreditversicherungsunternehmen sind Erstversicherer, die eine eigene aufsichtspflichtige Sparte des VAG repräsentieren<sup>516</sup>. Folgerichtig unterliegen sie dem Grunde nach dem VAG und seiner Durchsetzung durch die BaFin, womit sie anders als anfangs des 20. Jahrhunderts als beaufsichtigt und nicht als „aufsichtsfrei“<sup>517</sup> zu bezeichnen sind.

Darüber hinaus ist festzuhalten, dass KVVU der Intensität der Aufsicht nach zu den überdurchschnittlich streng regulierten Versicherern gehören. Dies ergibt sich folgerichtig daraus, dass der Kredit- und Kautionsversicherung von Seiten der Aufsichtsbehörde ein arteigen besonders hohes Risiko beigemessen wird:

„Die Kredit- und Kautionsversicherung ist ein Versicherungszweig, welcher mehr als alle anderen Versicherungszweige durch seine enge Verbindung mit der gewerblichen Wirtschaft auch den Konjunkturschwankungen der Wirtschaft unterliegt und in seinem Risikoverlauf durch diese Schwankungen maßgeblich beeinflusst wird. Die *besondere Gefährlichkeit der Kredit- und Kautionsversicherung* ist demgemäß vor allem darin begründet, daß wegen ihrer Konjunkturabhängigkeit der in anderen Versicherungszweigen sich ergebende Ausgleich nach dem Gesetz der großen Zahl nur bedingt oder im Extremfall einer schweren gesamtwirtschaftlichen Krise gar nicht möglich ist.“<sup>518</sup>

Eine Konsequenz dieser Einschätzung war die bereits dargestellte Entscheidung, nicht zuletzt die Kreditversicherung dem versicherungsaufsichtlichen Gebot der Spartenentrennung zu unterwerfen, um die (Versicherungsnehmer der) anderen Sparten vor Ansteckungsgefahren im Sinne eines *Financial Contagion* zu schützen<sup>519</sup>.

Abgesehen davon sind auch die Kreditversicherungsunternehmen den sonstigen Aufsichtsnormen unterworfen, von deren Vielzahl nachfolgend

---

<sup>516</sup> Vgl. Anlage VAG, Abschn. A., Nr. 14f., abgedruckt etwa bei Fahr/Kaulbach/Bähr (2007), hier S. 184. Vgl. kritisch zur dortigen Systematik unverändert Sieg (1990), S. 512f.

<sup>517</sup> So noch bei Manes (1924), S. 299: „Der Umstand, dass die Kreditversicherung aufsichtsfrei ist, ermöglicht es ihr, auch andere als reine Versicherungsgeschäfte zu tätigen [...]“.

<sup>518</sup> BAV (1996), S. 135 (Hervorh. v. d. Verf.).

<sup>519</sup> Vgl. oben Kap. 3.1.2; für die traditionelle Sichtweise vgl. exemplarisch Rohde-Liebenau (1973), S. 519f.

primär nur die Solvabilitäts-/Eigenmittelvorschriften behandelt werden. Zum einen stehen diese traditionell im Zentrum einer Beaufsichtigung von Finanzintermediären. Zum anderen ist in diesem Bereich der Marktregeln die Möglichkeit eines Vergleichs mit den entsprechenden Regelungen im Bankensektor am ehesten möglich. Zuweilen wird über die *Vergleichbarkeit* hinaus auch die *Angleichbarkeit* der Aufsichtsnormen für Bank- und Versicherungsintermediäre bis hin zu einer vollständigen Harmonisierung diskutiert. Dem soll hier nachgegangen werden, da die zugrunde liegenden Argumente für die Kreditversicherung insoweit von besonderem Gewicht sind, als nicht nur ihre Risikoposition, sondern auch ihr originäres Geschäftsmodell Parallelen zum Bankgeschäft aufweist, die zur Befürwortung einer alternativen Beaufsichtigung herangezogen werden könnten. Kern der *Solvabilitätsvorschriften* sind Risikopositionen im Sinne einer Gegenüberstellung von Risikopotentialen und Risikoträgern.

„Versicherungsunternehmen sind verpflichtet, zur Sicherstellung der dauernden Erfüllbarkeit der Verträge stets über freie unbelastete Eigenmittel mindestens in Höhe der geforderten Solvabilitätsspanne zu verfügen, die sich nach dem gesamten Geschäftsumfang bemisst. Ein Drittel der geforderten Solvabilitätsspanne gilt als Garantiefonds.“<sup>520</sup>

Mit dieser Norm setzt das Aufsichtsgesetz Regeln für einen idealtypischen Ablauf<sup>521</sup>:

1. Das Risikopotential (Soll-Solvabilität) eines Versicherungsunternehmens wird basierend auf ausgewählten Maßzahlen, die überwiegend dem Jahresabschluss entnommen sind, geschätzt.
2. Als Risikoträger werden Haftungsmittel bestimmt (Ist-Solvabilität), die gleichfalls überwiegend auf Basis des Jahresabschlusses bestimmt werden.
3. Soll- und Ist-Solvabilität werden in Relation gesetzt. Das Ausmaß, in welchem die Risikoträger das Risikopotential decken, gilt als Indiz für die Insolvenznähe bzw. -ferne eines VU und entsprechend auch als Maßstab für Eingriffsrechte der Aufsichtsbehörde.

---

<sup>520</sup> § 53c Abs. I VAG.

<sup>521</sup> Vgl. Farny (2011), S. 812.

*ad 1:* Die Berechnung des Risikopotentials erfolgt basierend auf dem Geschäftsumfang sowie der betriebenen Versicherungssparte in den Grundzügen<sup>522</sup> mit Hilfe dreier Größen: Mindestgarantiefonds, Garantiefonds sowie in erster Linie über die als (geforderte) Solvabilitätsspanne bezeichnete<sup>523</sup> Sollgröße:

- In der *Lebensversicherung* ist die Solvabilitätsspanne gleich der Summe aus 0,3 % des riskierten Kapitals und 4 % der Deckungsrückstellung, wobei der erste Summand das biometrische Risiko und der zweite Summand zu drei Vierteln das Kapitalanlagerisiko sowie zu einem Viertel das Kostenrisiko widerspiegeln soll<sup>524</sup>.
- In der *Nichtlebensversicherung* richtet sich die Höhe der Spanne entweder nach den jährlichen Beiträgen (Beitragsindex) oder nach den durchschnittlichen Aufwendungen für Versicherungsfälle der letzten drei Jahre (Schadenindex). Maßgebend ist der jeweils höhere Indexwert. Der Wert des Beitragsindex‘ ergibt sich aus der Summe von 18 % aller Beiträge bis zu einem Beitragsvolumen von 57,5 Millionen Euro und 16 % aller darüber hinausgehenden Beiträge. Für den Schadenindex werden die Bruttozahlungen der letzten drei Jahre einschließlich der am Ende des letzten Jahres gebildeten Schadenrückstellung aufsummiert. Vom sich ergebenden Jahresdurchschnitt werden 26 % auf die ersten 40,3 Millionen Euro sowie 23 % aller darüber hinausgehenden Beträge addiert, um den Schadenindex zu erhalten<sup>525</sup>.
- Bei der Ermittlung der Solvabilitätsspanne wird sowohl in der Lebensversicherung als auch in der Schadenversicherung die passive Rückversicherung aus Vorsichtsgründen nur teilweise berücksichtigt. Die Berechnung für Rückversicherungsunternehmen folgt der für Nichtlebensversicherungsunternehmen<sup>526</sup>. Für die Kranken-

---

<sup>522</sup> Für Einzelheiten vgl. Kapitalausstattungs-Verordnung v. 13.12.1983, zuletzt geändert durch Art. 4 des Gesetzes v. 29.07.2009 (BGBl. I 2305), hiernach als KapitalausstattungsVO bezeichnet.

<sup>523</sup> Vgl. zur unglücklichen Begriffsbildung im Bereich des Risikopotentials von Versicherungsunternehmen stellvertretend Farny (2011), bes. S. 815, 824; sowie überaus deutlich („Sprachmüll der Brüsseler Art“) Fahr/Kaulbach/Bähr (2007), § 53c, Rdnr. 2.

<sup>524</sup> Ausführlich zu den Regeln für die Lebensversicherung vgl. § 4 KapitalausstattungsVO.

<sup>525</sup> Vgl. analog für die Nicht-Lebensversicherung § 1 KapitalausstattungsVO.

<sup>526</sup> Vgl. Rückversicherungs-Kapitalausstattungs-Verordnung v. 12.10.2005, zuletzt geändert durch Art. 21 des Gesetzes v. 8.12.2010 (BGBl. I 1768).

versicherung nach Art der Lebensversicherung werden die Prozentsätze der Beitrags- und Schadenindices auf ein Drittel gekürzt. Dagegen werden die Solvabilitätsanforderungen für andere Zweige wie einige Sparten der Haftpflichtversicherung erhöht.

- Der *Garantiefonds* beträgt ein Drittel des Solvabilitätssolls in Gestalt der Solvabilitätsspanne und ist lediglich für aufsichtsbehördliche Sanktionierungen einer Nichterfüllung der Solvabilitätsanforderungen bedeutsam<sup>527</sup>. Außerdem ist er Maßstab dafür, in welcher Höhe ein Versicherer über Eigenmittel bestimmter Qualität verfügen muss.
- Primär für kleine und neue VU spielt zudem der ebenfalls gesetzlich fixierte *Mindestgarantiefonds* eine Rolle, dessen – in absoluten Währungsbeträgen formulierte – Höhe vom Versicherungszweig abhängt<sup>528</sup>: Sie beträgt mindestens 2,3 Millionen € und erhöht sich auf 3,5 Millionen €, wenn bestimmte, als besonders gefährlich geltende Versicherungssparten betrieben werden. Rückversicherer haben einen Mindestgarantiefonds von 3,2 Millionen € zu stellen. Betreibt ein Erstversicherer auch die Rückversicherung, kann sich der Betrag des Mindestgarantiefonds u. U. ebenfalls auf 3,2 Millionen € erhöhen. Rechtsformspezifisch ermäßigt sich der Mindestgarantiefonds für VVaG generell um 25 %, wobei kleinere VVaG weitere Erleichterungen erhalten können.

Spezifika für die Kreditversicherung finden sich daher nicht bei der Berechnung der Solvabilitätsspanne und damit des Garantiefonds (da sie den Normen für die Nicht-Lebensversicherung folgen), wohl aber beim Mindestgarantiefonds, da die Höchstnorm von 3,5 Mio. € insbesondere bei Übernahme von Haftpflichtrisiken oder den hier zentralen *Kredit- und Kautionsrisiken* Anwendung findet<sup>529</sup>. Zudem wirkt sich die vorsichtige Berücksichtigung der passiven Rückversicherung umso deutlicher aus, je höher der Anteil der tatsächlich rückversicherten Risiken ist. Da sich die Kreditversicherung traditionell durch überdurchschnittliche Rückversicherungsquoten auszeichnet, ist das für diese Sparte der Fall<sup>530</sup>.

---

<sup>527</sup> Vgl. bes. § 53c Abs. I S 2, § 81b Abs. II VAG.

<sup>528</sup> Vgl. zu den Details des Mindestgarantiefonds bes. §§ 2, 5 KapitalausstattungsVO.

<sup>529</sup> Vgl. auch Schradin (2003), S. 635.

<sup>530</sup> Vgl. v. Wick/Feldmann (1997), S. 1136; Dies. (1998), S. 21.

*ad 2:* Was die Bedeckung des Risikopotentials durch Risikoträger, also zum Verlustausgleich taugliche Eigenmittel angeht, hat der Gesetzgeber ebenfalls detaillierte Anforderungen und Einschränkungen formuliert: Als Eigenmittel anerkannt werden in erster Linie das bilanzielle Eigenkapital, also eingezahltes Gesellschaftskapital, (Kapital- und Gewinn-) Rücklagen, Gewinnvorträge und in der Lebensversicherung der freie Teil der Rückstellung für Beitragsrückerstattung, sofern er zur Deckung von Verlusten herangezogen werden darf. Darüber hinaus dürfen in eingeschränktem Maß Genussrechtskapital und nachrangige Verbindlichkeiten als Eigenmittel anerkannt werden. Gleiches gilt für nicht eingezahltes Gesellschaftskapital, stille Reserven und bestimmte Abschlusskosten (auf Antrag / mit Zustimmung der Aufsichtsbehörde)<sup>531</sup>.

*ad 3:* Entscheidend für die aufsichtliche Behandlung eines VU ist schließlich, ob und inwieweit die Risikoträger das Risikopotential decken. Tun sie das zu mindestens 100 % (Ist-Solvabilität > Soll-Solvabilität), so gilt das betreffende Versicherungsunternehmen aufsichtsrechtlich als ausreichend insolvenzfern: „Ein Versicherungsunternehmen erfüllt die Solvabilitätsanforderung, wenn die Ist-Solvabilität mindestens der Solvabilitätsspanne als Maßgröße der Soll-Solvabilität entspricht“<sup>532</sup>. Andernfalls kommt es zu regulatorischen Eingriffen, deren Intensität sich nach dem Ausmaß der Zielverfehlung richtet: Unterschreitungen des Garantiefonds oder gar des Mindestgarantiefonds gewähren der Aufsichtsbehörde immer weiter reichende Interventionsmöglichkeiten<sup>533</sup>. Besonderheiten für die Behandlung von Kreditversicherungsunternehmen existieren hierbei nicht.

## 5.2 Veränderungsimpulse durch Solvency II

Die im Vorkapitel überblicksartig dargestellten Solvabilitätsnormen werden seit geraumer Zeit bereits für sich genommen von Vertretern der Versicherungswissenschaft ebenso wie von solchen der Versicherungs(auf-

---

<sup>531</sup> Vgl. dazu vor allem § 53c Abs. III-IIIe VAG i.V.m. § 56a VAG zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung.

<sup>532</sup> Hartung (2007), S. 202.

<sup>533</sup> Für den exakten Wortlaut der einschlägigen Regeln vgl. § 81b VAG, kommentierend dazu Fahr/Kaulbach/Bähr (2007), § 81b VAG, bes. Rdnrn. 3-28; Prölss/Kollhosser (2005), § 81b VAG, bes. Rdnrn. 2-9; Müller (2003), S. 34f.; für einen aktuellen Überblick vgl. Farny (2011), S. 816.

sichts)praxis stark kritisiert<sup>534</sup>. Zu den zentralen Kritikpunkten gehört, dass für Nicht-Lebensversicherer aufsichtsrechtlich keine Risikoträger zur Dekkung des Risikopotentials aus Kapitalanlagerisiken gefordert werden<sup>535</sup>. Dieses Versäumnis mutet umso schwerwiegender an für eine Versicherungssparte wie die Kreditversicherung, deren Geschäftsmodell auf Aktiv- wie Passivseite der Versicherungsbilanz maßgeblich durch das Eingehen von Kreditgeberpositionen und mithin Kapitalanlagen i. w. S. beeinflusst ist. Es ist von daher von besonderem Interesse für die Kreditversicherungswirtschaft, ob und inwieweit ihre Beaufsichtigung sich im Zuge regulatorischer Neuerungen künftig ändern könnte. Als derartige Regulierungsinnovation<sup>536</sup> ist derzeit zunächst das Aufsichtskonzept Solvabilität II bzw. Solvency II zu betrachten.

Die Versicherungsrichtlinien der dritten Generation, umgesetzt mit der VAG-Novelle 1994, hatten die europäische Rechtsetzung auf dem Gebiet des Versicherungsaufsichtsrechts vorerst abgeschlossen<sup>537</sup>. Wenngleich sie von hierher bis heute maßgeblich für die Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmungen auch in Deutschland sind, formulierten die Richtlinien der 3. Generation bereits seinerzeit die Ausgangsbasis für die inzwischen unmittelbar bevorstehende Fortbildung des Versicherungsaufsichtsrechts: Sie enthielten einen Arbeitsauftrag an die EU-Kommission, spätestens drei Jahre nach der Richtlinienumsetzung, also im Jahr 1997, einen Bericht zur Modernisierungsbedürftigkeit der europäischen Solvabilitätsnormen vorzulegen. Die „Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörde[n] der Mitgliedstaaten der Europäischen Union“ (Vorgängerin der späteren *Conference of European Insurance & Pension Supervisors – CEIOPS*) setzte daraufhin eine Arbeitsgruppe ein, die nach ihrem seinerzeitigen Vorsitzenden traditionell als „MÜLLER-GRUPPE“ oder „MÜLLER-KOMMISSION“ bezeichnet wird. Diese legte den geforderten Bericht im April 1997 mit dem Tenor vor, „daß sich das bisherige Solvabilitätssystem

---

<sup>534</sup> Stellvertretend für die Position der Versicherungswissenschaft vgl. v. d. Schulenburg (2005), S. 395f.; Hartung (2007), S. 208-217 passim (m.w.N.); Farny (2011), S. 827-830; i.V.m. der Kritik aus versicherungsaufsichtlicher Perspektive bei Müller (2003).

<sup>535</sup> Vgl. exemplarisch Trafkowski (2009), S. 254; Farny (2011), S. 828.

<sup>536</sup> Vgl. einführend zu Regulierungsinnovationen Horsch (2008), S. 76-79 (m.w.N.).

<sup>537</sup> Vgl. Müller (1995b), bes. S. V, 27-29, 33-36; Prölss/Kollhoser/Schmidt/Präve (2005), Vorbem., Rdnr. 41; vgl. stärker in Richtung Rechtsfortbildung auch Fahr/Kaulbach/Bähr (2007), Vor § 1, Rdnrn. 20-25. Ausführlich zur VAG-Novelle vgl. seinerzeit Neuhaus (1994).

im Kern bewährt hat“<sup>538</sup>. Auf Grundlage der im weiteren Bericht ausgesprochenen Empfehlungen wurden erst im März 2002 zwei Änderungsrichtlinien erlassen, die den bis heute gültigen Stand „Solvabilität I / Solvency I“ für den Bereich der Finanzaufsicht über Versicherungsintermediäre begründet haben<sup>539</sup>.

Der insoweit europäische Standard „Solvency I“ ist mit der Neuregelung der VAG-Solvabilitätsvorschriften durch die VAG-Novelle vom 10. Dezember 2003<sup>540</sup> im deutschen Versicherungsaufsichtsrecht verankert worden. Als solcher Standard wurde Solvency I im Vergleich zu Basel I/II sowie Solvency II hingegen ausgesprochen zurückhaltend bekannt gemacht<sup>541</sup>. Zehn Monate vor dem besagten Richtlinienerlass, im Mai 2001, war zudem der Startschuss für das – ungleich ambitioniertere und ausführlich publizierte – Anschlussprojekt „Solvency II“ gefallen, das in zwei Hauptphasen aufgeteilt wurde.

In der (Grundlagen gewidmeten) ersten Phase hatte die EU-Kommission bei vorbereitenden Arbeiten gegen Ende des Jahres 1999 („Initial Document“) die Einbeziehung externer Experten für die Erarbeitung von Solvency II vorgesehen<sup>542</sup>. Mit Blick auf die Unvollständigkeit und Ungleichverteilung des Wissens handelte es sich hierbei um einen begrüßenswerten Schritt hin zur Nutzbarmachung zusätzlicher Bestände und Potentiale von (Experten-)Wissen. Daraufhin erhielt die Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft *KPMG* den Auftrag für einen Bericht über Methoden zur Bewertung der Finanzposition von Versicherungsintermediären aus regulatorischer Perspektive<sup>543</sup>. Gleichzeitig bat die Kommission die Konferenz

---

<sup>538</sup> Müller-Gruppe (1997), S. 47. Vgl. später stellvertretend Müller (2003), S. 32f.; Schradin (2003), S. 633; Schölisch (2006), S. 185.

<sup>539</sup> Richtlinien 2002/12/EG und 2002/13/EG, ABl. Nr. L 77 v. 20.03.2002, S. 11-22, hier bes. S. 11, 17, zum Zusammenhang mit den genannten Vorarbeiten; vgl. einführend auch Hartung/Helten (2004), S. 294; Müller (2004), S. 726; Müller (2006), S. 28f.

<sup>540</sup> Gesetz zur Umsetzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen zur Sanierung und Liquidation von Versicherungsunternehmen und Kreditinstituten v. 10. Dezember 2003, BGBl. I, S. 2478; vgl. für einen kommentierenden Überblick seinerzeit auch BaFin (2004), S. 117f.

<sup>541</sup> Tatsächlich erwähnte der Bericht der BaFin über das Jahr 2003 „Solvency I“ kaum, während das Folgeprojekt „Solvency II“ umso ausführlicher behandelt wurde, vgl. BaFin (2004), S. 122 insbes. gegenüber S. 53-57. Der Vorjahresbericht enthielt allein eine Erwähnung des Solvency II-Projektes, vgl. BaFin (2003), S. 43. Vgl. rückblickend zu Solvency I auch Eling/Schmeiser (2006), bes. S. 768.

<sup>542</sup> Vgl. European Commission (1999), S. 1.

<sup>543</sup> Im März 2001 informierte die EU-Kommission ausführlich über den vergebenen Untersuchungsauftrag, vgl. European Commission (2001), bes. S. 3, 7f., 12-22.

der Versicherungsaufsichtsbehörden um einen Nachfolgebericht zum „Müller-Report“. Beide Berichte wurden von den Beauftragten im Folgejahr in der endgültigen Fassung vorgelegt und gelten seither als Basisquellen für das Projekt Solvency II. Hiervon plädierte der KPMG-Report „Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision“ für ein entsprechend der Belange der Versicherungsaufsicht adjustiertes Pendant des Drei-Säulen-Konzepts von Basel II<sup>544</sup>. Demgegenüber hielt sich der auf Befragungen der nationalen Aufsichtsbehörden basierende, erneut nach dem neuen Konferenzvorsitzenden benannte „Sharma-Report“ der *Konferenz der europäischen Versicherungsaufsichtsbehörden*<sup>545</sup> enger an das geltende Regelsystem.

Währenddessen verfestigte sich die (gerade an der Risikoklassifizierung der Solvabilitätsaufsicht geübte) Kritik am deutschen System ungeachtet der Einarbeitung von Solvency I<sup>546</sup>. Dem durch eine Bindung der (insbesondere im Kapitalanlagegeschäft) eingegangenen Risiken an die geforderten Eigenmittel Rechnung zu tragen, gehörte folgerichtig zu den vorrangigen Zielen der Nachfolgekonzeption Solvency II<sup>547</sup>. Die 1999 begonnene erste Phase dieses Projekts wurde mit zwei Kommissionspapieren zum September 2003 bzw. Februar 2004 abgeschlossen, zu deren zentralen Ergebnissen aus heutiger Sicht die aus dem KPMG-Report herrührende Empfehlung zählt, die Versicherungsregulierung künftig analog dem Basel II zugrunde liegenden Drei-Säulen-Modell auszugestalten<sup>548</sup>. Daraufhin begann 2003/2004 die zweite Projektphase, die der Erarbeitung von Einzelheiten des künftigen Solvabilitätssystems gewidmet gewesen ist. In den Jahren 2004/2005 initiierte die Europäische Kommission über CEIOPS drei Konsultationsprozesse zu Solvency II mit der Assekuranz, deren Antwortberichte in den Jahren 2005/2006 an die Kommission diese in die Lage versetzten, zur Jahresmitte 2007 einen ersten und im Februar 2008

---

<sup>544</sup> Vgl. KPMG/European Commission (2002), hier im Überblick S. 16f., 243f., vgl. einführend auch Hartung/Helten (2004), S. 298. Für eine detaillierte Einführung in die Konzeption von Basel II vgl. aktuell Paul (2011a), bes. S. 15-26.

<sup>545</sup> Vgl. Sharma-Report (2002); im Überblick auch Schradin (2003), S. 644f.

<sup>546</sup> Vgl. Hartung/Helten (2004), hier im Ergebnis S. 303.

<sup>547</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2005), S. 84.

<sup>548</sup> Vgl. stellvertretend Müller (2003), S. 38f.; BaFin (2004), S. 55; Müller (2004), S. 765; Schradin (2004), S. 909f.; Eling/Schmeiser (2006), S. 769; Müller (2006), S. 31; i.V.m. den ausführlichen Erläuterungen aus Aufsichtsperspektive bei Steffen (2004), S. 12-23.

einen zweiten Richtlinienvorschlag zu Solvency II anzunehmen<sup>549</sup>. Nach Verabschiedung durch Rat und Parlament resultierte hieraus zum Jahresende 2009 die aus deutscher Sicht heute maßgebliche *Solvency-II-Rahmenrichtlinie*, in deren Erwägungsgründen die Kritik am bestehenden System der (Solvabilitäts-)Aufsicht explizit nachzulesen war<sup>550</sup>. Diese verkörpert als Regelsystem einen weitgehenden institutionellen Wandel im Bereich des Versicherungsaufsichtsrechts. Seither wird der Regelsetzungsprozess primär basierend auf einer Reihe von quantitativen Auswirkungsstudien (quantitative impact studies, QIS), die von CEIOPS bzw. EIOPA<sup>551</sup> durchgeführt wurden und werden, vorangetrieben. Die Grundzüge der Konzeption, die im Rahmen dieser Arbeit von Interesse sind, sind hiervon bislang nicht tangiert worden. Entsprechend lässt sich der aktuelle Stand von Solvency II derzeit<sup>552</sup> anhand einer typischen graphischen Darstellung charakterisieren.

---

<sup>549</sup> Vgl. im Überblick zu diesem Teil des Regelsetzungsprozesses Horsch (2008), S. 306-310; Dokumente bis hin zu den Richtlinienfassungen und zugehörigem Material finden sich bei der Europäischen Kommission auf [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/solvency/background\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/background_de.htm).

<sup>550</sup> Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II) (Neufassung), Dok. PE-CONS 3643/6/09 REV 6.); auch nachfolgend unter der obigen Bezeichnung im Text zitiert, hier S. 7 (Erwägungsgrund 14).

<sup>551</sup> Vgl. einführend zum parallelen institutionellen Wandel im Bereich der regulierungsrelevanten Handlungssysteme/Organisationen Eilert (2010), S. 91-93.

<sup>552</sup> Der Regelsetzungsprozess zu Solvency II ist per Ende 2011 nicht abgeschlossen. Informativ zum aktuellen Stand im Allgemeinen und der Umsetzungsplanung im Besonderen vgl. zuletzt die Beiträge zur Solvency-II-Veranstaltung der *BaFin* im Oktober 2011 ([http://www.bafin.de/clin\\_161/nm\\_724178/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Unternehmen/VersichererUndPensionsfonds/Solvency\\_20II/sc\\_\\_111013\\_\\_infoveranstaltung\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/clin_161/nm_724178/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Unternehmen/VersichererUndPensionsfonds/Solvency_20II/sc__111013__infoveranstaltung__va.html)), darunter insbes. van Hulle (2011) sowie Ermert (2011).

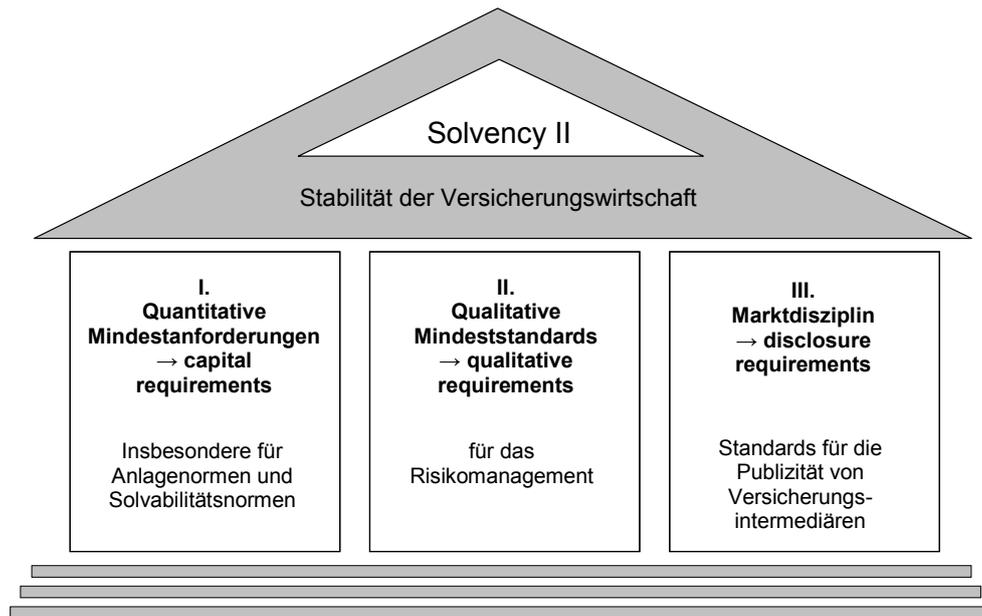


Abb. 31: Drei-Säulen-Modell der Versicherungsaufsicht<sup>553</sup>

- Zielsetzungen

- Solvency II zielt prinzipiell auf eine (aufsichtlich normierte) Messung der Einzelrisiken sowie des Gesamtrisikos von Versicherungsunternehmen. Im Abgleich mit entsprechenden Risikopotentialen werden die Risikoträger in quantitativer und qualitativer Hinsicht abgegrenzt. Die aufsichtliche Überwachung der Risikoposition, die sich aus der Gegenüberstellung der beiden quantitativen Größen ergibt, soll gewährleisten, dass die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Versicherers stets so gering ist, dass die Versicherteninteressen nicht unangemessen gefährdet werden<sup>554</sup>. Insoweit korrespondiert es mit dem Prinzip der traditionellen Schutztheorie der Versicherungsaufsicht.
- Weitere mit Solvency II verknüpfte Ziele sind eine Förderung der Unternehmensprozesse (insbesondere in Richtung verbesserter Risikomanagementsysteme) sowie der Wettbewerbsprozesse, der Markttransparenz, des Verbraucherschutzes sowie der Stabilität des Finanzsystems; „letzteres gehört freilich nach überkomme-

<sup>553</sup> Quelle: Modifiziert nach Horsch/Schölich/Sturm (2003), S. 857; vgl. ähnlich u.a. Knauth/Schubert (2003), S. 905; Schölich (2006), S. 188.

<sup>554</sup> Erwägungsgrund 16 der *Solvency-II-Richtlinie* lautet: „Vorrangiges Ziel der Regulierung und Beaufsichtigung des Versicherungs- und Rückversicherungsgewerbes ist ein angemessener Schutz der Versicherungsnehmer und Anspruchsberechtigten. [...]“.

nem Verständnis nicht zu den Aufgaben einer Versicherungsaufsicht<sup>555</sup>, lässt aber gleichwohl eine Nähe zur Strukturtheorie der Versicherungsaufsicht erkennen.

- Aufbau

Unverändert entspricht Solvency II in der Grundstruktur und in Teilen auch inhaltlich dem Basler 3-Säulen-Modell für Bankintermediäre, wobei angestrebt ist, die Basler Ansätze sowohl an die Spezifika der Assekuranz anzupassen als auch weiterzuentwickeln<sup>556</sup>.

- Die *erste Säule* formuliert *quantitative Messvorschriften* für die Risikopotentiale sowie -träger der Versicherungsunternehmen, womit sie das Pendant zu den traditionellen Eigenmittel- und Solvabilitätsvorschriften darstellt. Für die aufsichtlich ermittelten Risikopotentiale im Sinne der früheren Soll-Solvabilität, aus denen dann die nötigen Risikoträger abgeleitet werden, gelten künftig eine Untergrenze in Gestalt der Mindestkapitalanforderung (Minimum Capital Requirement, MCR) sowie insbesondere die der unternehmensindividuellen Risikoexposition angepasste Anforderung nach Solvenz- bzw. ökonomischem Kapital (Solvency Capital Requirement, SCR)<sup>557</sup>. Während das MCR die kritische Grenze markiert, bei deren Verletzung dem Versicherer die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb entzogen wird, reflektiert das SCR die von ihm eingegangenen Risiken. „Zu diesem Zweck werden zunächst einzelne Risikoarten und deren Solvenzkapitalbedarf ermittelt [...]. Im nächsten Schritt werden die Einzelrisiken bzw. deren Solvenzkapitalbedarfe unter Beachtung von Korrelationen zur Berücksichtigung interner Risikoausgleichseffekte zum Gesamtrisiko des Versicherungsunternehmens bzw. zum Gesamtsolvenzkapitalbedarf aggregiert<sup>558</sup>. Analog zu Basel II<sup>559</sup> kann das SCR entweder nach Maßgabe einer vorgegebenen Standardformel oder aber auf Basis eines unternehmensseitig entwi-

---

<sup>555</sup> Farny (2011), S. 839.

<sup>556</sup> Auf den Punkt gebracht ist dieser Anspruch in der Formel „Solvency II = Basel II + X“, vgl. unter diesem Titel Schubert/Grießmann (2004), passim; vgl. ferner Steffen (2004), S. 16f.

<sup>557</sup> Vgl. im Grundsatz Erwägungsgrund 60 der Solvency-II-Rahmenrichtlinie.

<sup>558</sup> Farny (2011), S. 840f.

<sup>559</sup> Vgl. stellvertretend Wandt (2007), S. 474; zu den entsprechenden Baseler Regeln aktuell Paul (2011a), bes. S. 29f.

ckelten internen Modells ermittelt werden. Weiterhin sind die Parallelen zu Basel II und damit zu den Regeln für die Kredit- im Vergleich zu den vorherigen Regeln für die Versicherungswirtschaft insoweit enger, als es die erfassten Risikoarten betrifft: Spartenunabhängig sind dies neben versicherungstechnischen vor allem die aus Kapitalanlagen generell sowie Krediten speziell resultierenden Risiken<sup>560</sup>.

Analog ist Kernkomponente der Säule-1-Regeln die risikotragende Position, welche als (anrechnungsfähige) Eigenmittel bezeichnet wird. Nach Solvency II werden hierunter Basiseigenmittel sowie ergänzende Eigenmittel unterschieden, von denen letztere nur bei entsprechender Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde anrechenbar sind<sup>561</sup>. Die beiden Kategorien umfassen Positionen, die *dem Grunde nach* anrechnungsfähig sind. Inwieweit sie *der Höhe nach* als Risikoträger gewertet werden, hängt wiederum davon ab, in welche von drei Qualitätsklassen (tiers) sie entsprechend ihrer *Eigenkapitaleigenschaften* – nämlich a) „ständige Verfügbarkeit“, b) „Nachrangigkeit“, c) „ausreichende Laufzeit“, d) „keine Rückzahlungsanreize“, e) „keine obligatorischen laufenden Kosten“ sowie f) „keine sonstigen Belastungen“<sup>562</sup> – einsortiert werden. Insbesondere von der Strenge, mit der die Kriterien dieses Katalogs gehandhabt werden, wird daher abhängen, ob und inwieweit die Versicherungsunternehmen tatsächlich signifikante (Regulierungs-)Anreize verspüren, ihre aufsichtlichen Risikopositionen zu verbessern<sup>563</sup>.

- Die *zweite Säule* beschreibt analog zur Bankenaufsicht die *qualitativen* Anforderungen, die an den beaufsichtigten Finanzintermediär (und seine Aufsichtsinstitutionen) zu stellen sind, wobei auch hier besonderes Augenmerk den Besonderheiten des Versi-

---

<sup>560</sup> Vgl. etwa Petry/Erk (2010), S. 596f. Hinzu kommen operationelle und weitere (wie z. B. Reputations-)Risiken, vgl. im Überblick stellvertretend Hartung/Helten (2004), S. 299f.

<sup>561</sup> Vgl. im Wortlaut Art. 87-89 Solvency-II-Richtlinie.

<sup>562</sup> Eigenschaften zitiert nach Art. 93 Solvency-II-Richtlinie. Mit Ausnahme von f) entsprechen diese Eigenschaften auffallend denen, die die Finanzierungsliteratur traditionell für die Unterscheidung von Eigenkapital- gegenüber Fremdkapitalpositionen heranzieht, vgl. dazu stellvertretend Süchting (1995), S. 27f.

<sup>563</sup> Vgl. prägnant Meyer (2010), S. 44.

versicherungswesens gilt<sup>564</sup>. Ein Versicherungsunternehmen muss nach diesen Regeln der Aufsichtsbehörde nachweisen, dass seine Risikostrategie, Aufbau- und Ablauforganisation generell, interne Controllingsysteme speziell bis hin zur internen Revision gemessen an der eingegangenen Risikoposition adäquat ausgestaltet sind. Insoweit den Versicherungsunternehmen die Möglichkeit eingeräumt wird, diese Adäquanz zunächst selbst zu beurteilen und daraufhin unternehmensspezifische Lösungen zu entwickeln, kommt es zur gezielten *Nutzung des in den Versicherungsunternehmen dezentral vorhandenen Wissens* im VON HAYEK'schen Sinne. Dessen Einsatz lässt sich durch die Detailgestaltung der Aufsichtsregeln gezielt fördern. Während diese Anreizeffekte im Zeitablauf zur stetigen Verbesserung der Systeme führen sollen, könnten sie eingangs die Adaption der qualitativen Aufsichtsphilosophie erleichtern, stellt diese doch unbeachtlich schon vorhandener Ansätze auch aus Sicht der Versicherungswirtschaft einen erheblichen institutionellen Wandel dar<sup>565</sup>.

Kennzeichnend für die zweite Säule auch von Solvency II ist der Grundsatz der (doppelten) *Proportionalität*:

- Erstens müssen die Aufsichtsnormen „auf eine Art und Weise angewandt werden, die der Wesensart, dem Umfang und der Komplexität der Risiken angemessen ist, die mit der Tätigkeit des Versicherungs- oder des Rückversicherungsunternehmens einher gehen“<sup>566</sup>,
- Zweitens müssen „die Durchführungsmaßnahmen den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachten, um die verhältnismäßige Anwendung dieser Richtlinie insbesondere auf kleine Versicherungsunternehmen zu gewährleisten“<sup>567</sup>.

---

<sup>564</sup> Vgl. etwa Müller (2006), S. 32; vgl. aktuell zu den entsprechenden Baseler Regeln zur Säule 2 einführend Paul (2011a), bes. S. 19-24; sowie ausführlich die Darstellung bei Luz/Maaß (2011) i.V.m. der kritischen Abwägung bei Paul (2011b), bes. S. 461-465.

<sup>565</sup> Vgl. stellvertretend Wehling/Treber (2008), einführend S. 178f.

<sup>566</sup> Art. 29 III Solvency-II-Rahmenrichtlinie; demnach ist *seitens des VU* darauf zu achten, dass die unternehmenseigenen Systeme zur unternehmenseigenen Risikoposition passen.

<sup>567</sup> Art. 29 IV Solvency-II-Rahmenrichtlinie; demnach ist *seitens der Versicherungsaufsicht* darauf zu achten, dass die Regeldurchsetzung den Gegebenheiten des Einzelfalls angemessen ist.

Insoweit hat sich die Regeldurchsetzung am Einzelfall des jeweiligen Versicherungsunternehmens zu orientieren. Solvency II folgt hier dem gleichen Grundprinzip wie Basel II, womit auch die gleiche Grundproblematik zu konstatieren ist: Qualitative Aufsicht ruht auf verbal ausformulierten Generalnormen, die mit Blick auf die gewünschte Nutzung dezentralen Wissens zwangsläufig unscharf ausformuliert sind. Wenn Aufsichtsnormen indes ihre Mindestanforderungen in Vokabeln wie „wirksam“, „gut“ oder „gebührend“ kleiden<sup>568</sup>, „besitzen die Beaufsichtigten weite Handlungs-, die Aufseher spiegelbildlich weite diskretionäre Beurteilungsspielräume, was die Gefahr verborgener Handlungen einerseits, die ungleicher Behandlung andererseits nach sich zieht“<sup>569</sup>. Während also Unangemessenheiten oder Ungerechtigkeiten infolge starrer (quantitativer) Normen vermieden werden, werden umgekehrt solche ermöglicht, die daraus entstehen, dass den (Menschen in) Unternehmens- und Aufsichtsinstitutionen durch nicht-starre Normen Auslegungs- und Handlungsspielräume eingeräumt werden.

- Schließlich gilt auch für die *dritte Säule* die grundsätzliche Übernahme des aus der Bankenregulierung nach Basel II stammenden Prinzips der *Marktdisziplinierung* auf Basis spezieller Berichtspflichten gegenüber den Stakeholdern eines Finanzintermediärs bei gleichzeitiger Berücksichtigung von Branchenspezifika<sup>570</sup>. Nach Art. 51 Solvency-II-Rahmenrichtlinie sind Versicherungsunternehmen dazu verpflichtet, einen jährlichen „Bericht über Solvabilität und Finanzanlage“ zu publizieren. Pflichtbestand-

---

<sup>568</sup> Entnommen aus Art. 44 I S2 Solvency-II-Rahmenrichtlinie: „Das Risikomanagementsystem muss *wirksam* sein und *gut* in die Organisationsstruktur und die Entscheidungsprozesse des Versicherungs- oder Rückversicherungsunternehmens *integriert* sein, unter *gebührender* Berücksichtigung der Personen, die das Unternehmen tatsächlich leiten oder andere Schlüsselfunktionen innehaben.“

<sup>569</sup> Paul (2011b), S. 465 (im Original z. T. kursiv). Vgl. kritisch für die Versicherungswirtschaft Hartung (2005), bes. S. 62f., 68; für die Kreditwirtschaft unter Basel II Kane (2007), bes. S. 40-42. Kritisch zur (begrenzten) Proportionalität bei der Beaufsichtigung von *Factoring*-Unternehmen vgl. Hartmann-Wendels (2011), S. 150.

<sup>570</sup> Vgl. etwa Müller (2006), S. 32; zuvor auch Schradin (2003), S. 657. Vgl. aktuell zu den entsprechenden Baseler Regeln zur Säule 3 einfürend Paul (2011a), bes. S. 24-26; sowie ausführlich die Darstellung bei Hillen (2011) i.V.m. der kritischen Abwägung bei Paul (2011b), hier S. 472-474.

teile<sup>571</sup> sind zum einen *qualitative Aussagen* u. a. zur Unternehmensstrategie, zur Corporate-Governance-Struktur, zu Risikopositionen in sämtlichen Risikoarten, zu angewandten Bewertungsprinzipien sowie zur Ausnutzung aufsichtsrechtlicher Wahlmöglichkeiten (Verwendung des Standardansatzes oder eines internen Modells). Hinzu kommen zum anderen *quantitative Aussagen* insbesondere zur Solvabilitätssituation, also Eigenmitteln, Solvenz- und Mindestkapitalanforderungen sowie eventuellen Verfehlungen. Liegen solche vor, geht die Publizitätspflicht sogar besonders weit, denn sie umfasst den Betrag der Nichteinhaltung der Mindestkapitalanforderung oder einer wesentlichen Nichteinhaltung der Solvenzkapitalanforderung während des Berichtszeitraums, auch wenn zwischenzeitlich behoben, mit Erläuterung ihrer Gründe und ihrer Konsequenzen sowie gegebenenfalls ergriffener Abhilfemaßnahmen<sup>572</sup>.

Mit diesen Berichtspflichten verbindet sich die Hoffnung, dass die dargebotenen Informationen von Marktteilnehmern wahrgenommen, ausgewertet und in Handlungen bzw. Marktprozesse übersetzt werden<sup>573</sup>. In diesem Fall gelänge eine Nutzung nicht nur des in den Versicherungsunternehmen vorhandenen Wissens, sondern sogar der noch umfassenderen, noch atomisierteren Wissensbestände der Kapitalgeber, Versicherungsnehmer und sonstigen Berichtsadressaten. Dies wäre aus Aufsichtsperspektive dann zu begrüßen, wenn die zu erwartenden Handlungen genau die Versicherer – durch niedrigere Kapitalkosten, erhöhte Abschlusszahlen etc. – belohnen würden, die sich schon bisher (und hoffentlich auch danach) im Sinne der Aufsichtsbehörde gerierten.

Unverändert skeptisch zu sehen ist allerdings die dafür fundamentale Frage, ob die Berichtsadressaten das erforderliche *Wissen, Wollen und Können* aufweisen. Möglicherweise fehlt es bereits an den nötigen Fachkenntnissen sowie dem Wissen und Können um Disziplinierungspotentiale beim einzelnen Indivi-

---

<sup>571</sup> Vgl. i.V.m. Art. 51-56 Solvency-II-Richtlinie etwa die ausführliche Darstellung der Offenlegungspflichten bei Nguyen (2008).

<sup>572</sup> Art. 51 I S2 e) v) Solvency-II-Rahmenrichtlinie. Vgl. auch ebda., Art. 54.

<sup>573</sup> Vgl. im Kontext der Versicherungsaufsicht Hartung (2005), S. 63f.; Schölisch (2006), S. 189f.

duum, also an den nötigen Überwachungs- und Disziplinierungsfähigkeiten<sup>574</sup>. Hinzu kann insbesondere kommen, dass Aufsichtsregeln, die auf Marktdisziplinierung beruhen, durch (Vertrauen in) Aufsichts- und Regierungshandeln ausgehebelt werden: Der Anreiz, sich der Informationsauswertung und darauf basierten Sanktionierung eines Unternehmens zu widmen, ist umso geringer, je eher die zur Marktdisziplinierung aufgerufenen Akteure damit rechnen können, dass ein Unternehmen auch bei ausbleibender Sanktion und daraufhin eintretender Insolvenz staatlicherseits aufgefangen wird: „Märkte bestrafen bzw. belohnen nur dann wenn sie dies müssen und können. Die staatliche Fürsorge für die Kreditwirtschaft [... hat] jedoch dazu geführt, dass den Märkten durch Rettungsaktionen Sanktionierungsanreize genommen wurden“<sup>575</sup>. Entsprechende Aushebelungen sind auch in umgekehrter Richtung zu beachten. Hierzu käme es, wenn Publizität zu Handlungen führte, die anderweitige (quantitative oder qualitative) Aufsichtsmaßnahmen konterkarierten<sup>576</sup>.

Ohne dass an dieser Stelle Solvency II in sämtlichen Details beschrieben oder analysiert werden könnte, wird doch deutlich erkennbar, dass es in seiner Grundstruktur spartenübergreifend erhebliche Parallelen zur geltenden Aufsichtskonzeption für Bankintermediäre aufweist. Was die Rahmenrichtlinie damit insbesondere nicht vorsieht, sind spezifische Regeln für Kreditversicherungsintermediäre. Ihr Markthandeln wird demnach künftig maßgeblich von den in der Solvency-II-Rahmenrichtlinie verkörperten Marktregeln bestimmt werden.

Auch für Kreditversicherungsunternehmen ergeben sich daraus erhebliche Anpassungskonsequenzen. Hinsichtlich der Säulen 2 und 3 resultieren diese aus der Notwendigkeit, die internen (Risikomanagement-)Strukturen und Prozesse so zu gestalten, dass sie den neuen aufsichtlichen Regeln sowie ihrer Auslegung durch die Aufsichtsbehörden entsprechen. Infolge der Säule 1 sind quantitativ steigende Solvabilitätsanforderungen zu bewältigen, denen durch eine Restrukturierung der Risikopotentiale und/oder

---

<sup>574</sup> Entsprechend kritisch zur Frage der “ability to monitor” sowie der “ability to influence“ vgl. grundlegend Flannery (2001).

<sup>575</sup> Paul (2011b), S. 477 (im Original z. T. kursiv).

<sup>576</sup> Vgl. – im Kontext weiterer Kritikpunkte – Hartung (2005), hier S. 67.

Risikoträger genügt werden kann. Für Nichtlebens- und damit auch für Kreditversicherer werden die Anforderungen dabei primär durch das versicherungstechnische Geschäft verschärft<sup>577</sup>. Ausgehend davon und anderen Grunderkenntnissen lassen sich die Belastungsverschiebungen bislang indes nicht exakt quantifizieren<sup>578</sup>. Entsprechende Einschätzungen, die der Assekuranz Handlungsbedarf – und im Zuge dessen Beratungsbedarf – signalisieren sollen<sup>579</sup>, sind daher entsprechend vorsichtig zu werten.

Insgesamt sehen sich die Versicherungsunternehmen daher im Vorfeld der neuen Regulierungskonzeption hohen (Rechts-)Unsicherheiten ausgesetzt. Auf diese Wissensdefizite hat die Kreditversicherungswirtschaft in besonderer Weise reagiert: Unabhängig von ihrem Wettbewerbsverhältnis hat sich eine bedeutende Anzahl der Kreditversicherer darauf verständigt, dezentral in den Unternehmen vorhandenes Wissen zusammenzuführen, um es systematisch auszuwerten und hiernach den Beteiligten wieder zur Verfügung zu stellen<sup>580</sup>. Die eigens hierfür institutionalisierte *PML Working Group* fokussierte sich ausgehend vom namengebenden möglichen Maximalverlust (probable maximum loss, PML) vor allem auf die Frage der Verlustquote bei Kreditausfall, also den LGD. Die generierten Informationen sollen Kreditversicherungsunternehmen zum Einen in die Lage versetzen, ihre Ist-Solvabilitätslage gemäß Solvency II zu bestimmen und daran anknüpfend solvabilitätsgerichtete Maßnahmen abzuleiten. Zum anderen sollen sie bei der Entwicklung interner Modelle für die Risikoquantifizierung im Rahmen der Säule-1-Aufsicht unterstützend wirken<sup>581</sup>.

Der institutionelle Wandel auf dem Gebiet des Versicherungsaufsichtsrechts hat also seinerseits Entwicklungsprozesse auf Seiten der Institutionen der Assekuranz angestoßen, die nach einer neuen Organisation auch neue, brancheninterne Regeln für die Modellbildung, den Informationsaus-

---

<sup>577</sup> Vgl. BaFin (2010), S. 19.

<sup>578</sup> So stellt die BaFin aus Anlass von QIS 5 fest: „Vergleiche zwischen den QIS5-Ergebnissen und der Solvenzbewertung unter dem aktuellen Aussichtssystem sind nur begrenzt möglich. Mit dem Übergang von der aus HGB-Werten abgeleiteten Solvenzbilanz zu einer Marktwertbilanz ändern sich die den Solvabilitäts-Kennzahlen zugrunde liegenden Bewertungsprinzipien.“, BaFin (2010), S. 13.

<sup>579</sup> Vgl. exemplarisch die Einschätzung der Boston Consulting Group bei Bernert et al. (2010), S. 10: „In der Kreditversicherung etwa könnte die Belastung allein für das Prämienrisiko um 180 Prozent höher ausfallen als die *gesamten* Kapitalanforderungen nach Solvency I“ (Hervorh. im Original).

<sup>580</sup> Vgl. Dacorogna (2003), einführend auch Buser/Stahel (2008), S. 1.

<sup>581</sup> Vgl. einführend Dacorogna (2008), bes. S. 3f. Die Mehrheit der PML-Dokumente ist nur den Gruppenmitgliedern zugänglich, vgl. für einen Überblick sowie weiteren Informationen [www.cs-pml.org](http://www.cs-pml.org).

tausch und die weitere Zusammenarbeit darüber etabliert haben. In diesem Kontext ist bemerkenswert, dass die Initiative an sich zwar auf Vorbilder in der Kreditwirtschaft zurückgeht, während in den Inhalten gerade auf eine Abgrenzung zu diesen Finanzintermediären Wert gelegt wird<sup>582</sup>. Unabhängig davon verfügen die Unternehmen der Kreditversicherungswirtschaft auf dieser Basis über einen Wissensvorteil, der ihnen eine im Spartenvergleich bessere Anpassung an die anstehenden Neuregulierungen ermöglicht. Im sparteninternen Vergleich wiederum rührt der Anreiz zur Partizipation am Gemeinschaftsprojekt gerade daraus, dass Nichtteilnehmer verglichen mit Teilnehmern Wissens- und in der Folge Wettbewerbsnachteile erleiden.

Der gemeinschaftliche Ansatz zur Bewältigung regulatorisch bedingter Unsicherheiten ist darüber hinaus bedeutsam, da er teilnehmende Kreditversicherer dabei unterstützt,

1. Normenfortbildungen zu adaptieren, die sich aufsetzend auf dem Originalkonzept von Solvency II durch die Finanzmarktkrise entwickeln;
2. die Abgrenzung der (Kredit-)Versicherungs- von der Bankintermediation noch deutlicher herauszuarbeiten – insbesondere mit dem Ziel, einer unangemessenen Vereinheitlichung von Aufsichtsregeln entgegenzuwirken.

Zu den Folgen der Finanzmarktkrise, wie sie im vorangegangenen Kapitel 4 behandelt wurde, gehören nicht zuletzt die krisengetriebenen Regulierungen seit 2008. Älteren Datums und grundsätzlicherer, nicht krisengetriebener Art ist verglichen damit die Diskussion über Möglichkeiten und Grenzen einer Harmonisierung der bank- und versicherungsaufsichtlichen Rahmenbedingungen<sup>583</sup>. Aus diesen Marktprozessen resultierende Auswirkungen auf die künftige Regulierung von (Kredit-)Versicherungsintermediären sind daher Gegenstand der abschließenden Teilkapitel.

---

<sup>582</sup> Im Grundsatz “[i]nspired by the banks”, bleibt es ein Projekt über Kreditversicherungen, welche “differ fundamentally from a bank loan [...] insofar as no money is lent”, wozu die Untersuchung bestätigt, dass “the risk carried by credit insurers is lower than that of a pure credit institution”, Dacorogna (2008), S. 2. Tatsächlich ähnelt das Prinzip der kooperativen Datenzusammenführung und -analyse im Angesicht neuer Aufsichtsregeln besonders der Reaktion der Banken auf die Neuregulierung des operationellen Risikos, die in die Institutionalisierung der ORX ASSOCIATION mündete; vgl. zu deren Hintergründen und Projekten einführend Cope/Labbi (2008), S. 1-3.

<sup>583</sup> Vgl. stellvertretend Knauth/Welzel (1993) gegenüber Mudrack (1993). Im Rückblick vgl. m.w.N. auch die Einleitung von Egbers (2002), S. 1-4.

### 5.3 Veränderungsimpulse durch die Finanzmarktkrise

In einer Welt fundamentaler Unsicherheit können Konzepte für die Regulierung von Finanzintermediären Gläubiger- und Systemschutz zwar anvisieren und auch weitgehend, nicht aber vollständig und mit Sicherheit gewährleisten<sup>584</sup>. Ein Szenario, in dem sie diese Zielerreichung nicht leisten, hat sich mit der Finanzmarktkrise seit 2007 manifestiert. Dem Grunde nach ist es daher folgerichtig, dass die geltenden Regelsysteme seither einer intensiven Neubewertung unterzogen werden<sup>585</sup>.

Da Solvency II die in Basel II angelegten Grundprinzipien aufnimmt, könnten sich Änderungen daran indirekt auch auf die Versicherungswirtschaft auswirken. Tatsächlich hat die Finanzmarktkrise erhebliche Re-Regulierungen verursacht, durch die das Grundkonzept von Basel II modifiziert wird. Kernstück des als Basel III bezeichneten Ergänzungswerks sind quantitativ wie qualitativ verschärfte Anforderungen an die vorzuhaltenden Risikoträger, also das haftende Eigenkapital. Hierunter fallen<sup>586</sup>:

- Erhöhung der Mindestquote an Tier-1-capital;
- Erhöhung der Mindestanforderungen, die eine Kapitalposition erfüllen muss, um als haftendes Eigenkapital anrechenbar zu sein;
- Absenkung der anrechenbaren Quote von Tier-2-capital, Abschaffung des vormaligen Tier-3-capital;
- Pflicht zum Aufbau eines zusätzlichen Tier-1-capital-Betrages als Kapitalerhaltungspolster, gekoppelt mit Handlungsbeschränkungen (z. B. Verbot von Ausschüttungen an die Eigentümer oder von erfolgsabhängigen Vergütungen) bis zur Erfüllung dieser Pflicht;
- Pflicht zur Unterhaltung eines zusätzlichen Kapitalpolsters, das anti-zyklisch dotiert und aufgezehrt werden kann;
- Einführung einer ergänzenden, gezielt nicht-risikogewichteten Kapitalstrukturregel (Leverage-Ratio);

Darüber hinaus sind neue Vorschriften zur Erfassung des counterparty credit risk, zur sorgfältigeren Verwendung von externen credit ratings im

---

<sup>584</sup> Für eine konzise Kritik an dahingehenden Kontrollillusionen vgl. Huerta de Soto (2003).

<sup>585</sup> Vgl. exemplarisch die kritische Analyse von Danielsson (2008).

<sup>586</sup> Vgl. im Original BCBS (2011), bes. S. 12-29, 54-63; ferner im Überblick Paul (2011a), S. 50-52; Wimmer/Müller (2011).

Rahmen der Kreditrisikoposition<sup>587</sup> sowie zur Messung des Liquiditätsrisikos<sup>588</sup> entstanden. In der Gesamtsicht wird damit primär die erste Säule der bankaufsichtlichen Konzeption weiter ausformuliert und gegenüber den beiden anderen Säulen gestärkt. Dies ist deswegen kritisch, da aus wissenschaftlicher Sicht gerade dieser Teil der arrivierten Regulierungskonzeption – die im Kern beibehaltene Inbeziehungsetzung von Risikopotentialen zum haftenden Eigenkapital als Risikoträger – auf schwachem (theoretischem) Fundament steht und daher umso sorgfältiger zu hinterfragen gewesen wäre<sup>589</sup>.

Diese fundamentale Kritik betrifft auch eine Versicherungsregulierung, soweit diese sich auf Relationen zwischen Eigenmitteln als Risikoträger und quantifizierten Risikopotentialen stützt. Sie wird weiter vertieft auf Basis der Erkenntnis, dass Solvency II wie Basel II/III letztlich auf neoklassisch geprägten Denkansätzen beruhen:

„Die theoretische Basis von Solvency II ist die neoklassische Finanzmarkttheorie [...]: Man glaubt, mit Hilfe von Szenarien und vorhersehbaren, konstanten Wahrscheinlichkeitsverteilungen die historischen, auf die Vergangenheit bezogenen Informationen in die Zukunft extrapolieren zu können, sodass sich die Wirtschaftssubjekte an diesen dann orientieren können. Diese Annahmen sind jedoch vom wissenschaftlichen Standpunkt aus betrachtet nicht haltbar, weil ihnen das wissenschaftliche Fundament und das realistische Verständnis der Funktionsweise von Märkten fehlt“<sup>590</sup>.

Gerade angesichts der Rolle, die die Gleichförmigkeit und Lücken der Risikomessverfahren sowie die weiteren Anreizeffekte der Regulierung für die Entstehung und Entwicklung der Finanzmarktkrise gespielt haben,

---

<sup>587</sup> Vgl. BCBS (2011), S. 29-54.

<sup>588</sup> Vgl. im Original ausführlich BCBS (2010); auch BCBS (2011), S. 8-10; ferner im Überblick Horsch/Schulte (2010), S. 121f.; sowie Naim/Zeranski (2011), hier S. 491f.

<sup>589</sup> Für eine konzise Herausarbeitung dieser Kritik zeichnet insbesondere DIETER SCHNEIDER verantwortlich, vgl. daher Schneider (1987), Schneider (1997), S. 574-589, bes. S. 583-585; Schneider (2002b); sowie mit Bezug dazu Horsch (2008), S. 417-419 sowie aktuell im Basel-III-Kontext Paul (2011a), S. 55.

<sup>590</sup> Huerta de Soto (2003), S. 1436. Die Fundamente seiner erkennbar von der ÖSTERREICHISCHEN SCHULE geprägten Position sind kompakt nachlesbar in Huerta de Soto (2008), bes. S. 1-27. Zu einer abgeschwächten, da auf die Dynamisierung statischer Modelle fokussierten Kritik vgl. Rochet (2004).

wäre es durchaus erwägenswert, die bisherigen Ansätze dem Grunde nach zur Disposition zu stellen. Indes fehlt dafür die nötige Zeit bereits aufgrund der fortgesetzten Marktprozesse, die keine Aussetzung der Regulierung erlauben, vor allem aber aufgrund der (Rechtssetzungs-)Prozesse, die von politischen und bürokratischen Unternehmern, die sich als Krisenmanager profilieren wollen<sup>591</sup>, vorangetrieben werden.

Jenseits der Bankenaufsicht hat die Finanzmarktkrise indes weniger eine Neuregulierung denn eine *Neubewertung* bereits zuvor absehbarer Regulierungsinnovationen bedingt. Der Tenor dieser Bewertung von Solvency II lautet bislang: Die Umsetzung der vorgesehenen Drei-Säulen-Konzeption ist dem Grunde nach zwingend notwendig, während die Lehren aus der Finanzmarktkrise primär im Rahmen von Detailänderungen einzuarbeiten sind<sup>592</sup>. Im Prinzip entspricht diese Position auch der der Versicherungswirtschaft, die durch ihre europäische Verbandsinstitution CEA gegenüber den europäischen Institutionen unverändert „full support for the principles set out in the Solvency II Framework Directive“<sup>593</sup> signalisiert.

Ursächlich dafür ist die Ansicht, dass die Finanzmarktkrise

- zunächst von anderen Finanzmarktinstitutionen verursacht wurde,
- die daraufhin auch stärker von ihren Auswirkungen betroffen waren

als die Unternehmen der Versicherungswirtschaft. Zu den langfristigen Auswirkungen der Finanzmarktkrise zählten indes Wertverluste von financial assets, von denen zwangsläufig auch die Aktivseiten der Versichererbilanzen betroffen waren. Mit Blick darauf initiierten die europäischen (Aufsichts-)Institutionen nach 2009 eine weitere Quantitative Impact Study (QIS 5), deren Auswertung sie zu der vorgenannten Schlussfolgerung kommen ließ<sup>594</sup>.

---

<sup>591</sup> Vgl. unter entsprechendem Titel illustrativ Germis (2009); im Überblick auch Horsch (2009), S. 615f.

<sup>592</sup> Vgl. stellvertretend CEIOPS (2009), hier S. 3: “Our main lesson of the current events is that Solvency II must be adopted [...]. The crisis has highlighted needs for a further refinement of the existing Solvency II calibrations” (im Original z. T. unterstrichen). Vgl. aktuell für die Kommission auch Barnier (2011).

<sup>593</sup> CEA (2011b), S. 1. Vgl. zum entsprechenden joint letter PEIF/CEA/CRO Forum/CFO Forum (2011).

<sup>594</sup> Vgl. im Ergebnis EIOPA (2011), bes. S. 4-6, 17, 23. Zu QIS 5 aus Sicht der deutschen Regulierungsbehörde vgl. BaFin (2010).

Tatsächlich zeigt sich seither Krisengetriebenheit der Versicherungsregulierung in abgeschwächter Form: Solvency II bleibt zwar in den Grundprinzipien unverändert, im Zuge der Finanzmarktkrise neigen die regelsetzenden Institutionen auf europäischer Ebene allerdings zu einer verschärfenden Normenfortentwicklung bzw. -auslegung. Die Kritik der Versicherungswirtschaft hieran richtet sich daher auf

- *zunehmende Komplexität* der Regeln besonders im Bereich der Säule 1 sowie
- *abnehmende Proportionalität* der Regeln im Bereich der Säule 2,

welche zusammen mit anderen Unzulänglichkeiten zu einer Aufsichtspraxis führen könnte, die die Wettbewerbsfähigkeit insbesondere kleiner und mittelgroßer Versicherungsunternehmen gefährde<sup>595</sup>.

Unverändert kommt es daher zur Einspeisung von dezentralem, bei den Versicherungsunternehmen vorhandenem Wissen in den Prozess des institutionellen Wandels im Bereich des Aufsichtsrechts. Insoweit begrüßenswert, birgt dieser Austausch im Gegenzug die Gefahr unangemessener Einflussnahmen der Regulierten auf den Regulierer im Sinne ökonomischer Regulierungstheorien<sup>596</sup>. Aus heutiger Sicht bleibt abzuwarten, inwieweit sich im Rahmen dieses Prozesses der Wissensaufdeckung und -auswertung die Positionen von Regelsetzern, Regeldurchsetzern und Regulierten durchsetzen. Da bislang keine spezifischen Neuregelungen absehbar sind, die speziell für die Kreditversicherung formuliert wären, gilt das nicht zuletzt für die Kreditversicherer.

## 5.4 Harmonisierung von Bank- und Versicherungsaufsichtsrecht als Grundsatzfrage

Analog zur Einrichtung einer erstmaligen Regulierung müssen auch Re-Regulierungen bzw. Regulierungsinnovationen sorgfältig begründet werden. Dies schließt Regelvereinheitlichungen mit ein. Auch diese dürfen nicht allein aus Prinzip erfolgen, sondern müssen einen Netto-Effektivitäts-/Effizienzvorteil bieten. Demnach sind pro und contra, sind Vorteile und Nachteile einer Vereinheitlichung gegeneinander abzuwägen.

---

<sup>595</sup> Vgl. CEA (2011a), bes. S. 4-10.

<sup>596</sup> Vgl. entsprechend im Solvency-II-Kontext bereits Hartung (2007), S. 314-317.

Institutionelle Vereinheitlichungen betreffen zum einen die Ebene von Handlungs-, zum anderen die von Regelsystemen. In Bezug auf die Organisationen der Versicherungsaufsicht hat in Deutschland ein erster Schritt in der eingangs des Kapitels erwähnten Zusammenführung der Aufsichtsämter für die Kredit- sowie für die Versicherungswirtschaft unter dem Dach der BaFin bestanden. Noch sehr viel weiter und aus Sicht der Assekuranz asymmetrischer wäre die weitere Überleitung der BaFin(-Befugnisse und -Zuständigkeiten) auf die Deutsche Bundesbank. Dieser Transfer schien unmittelbar bevorzustehen, seit er im Koalitionsvertrag von CDU/CSU und FDP für die 17. Legislaturperiode festgeschrieben worden war<sup>597</sup>. Generell handelte es sich hierbei um den Versuch einer abrupten und tiefgehenden institutionellen Veränderung, mit dem die politischen Entscheidungsträger zu ignorieren suchten, dass sich institutioneller Wandel in kleinen Schritten vollzieht: „institutional change is overwhelmingly incremental“<sup>598</sup>. Unabhängig von Ähnlichkeiten der relevanten Risikoarten ist speziell mit Blick auf die Versicherungsregulierung zudem zu konstatieren, dass der Deutschen Bundesbank erheblich an Wissen über die Risikopositionen und weiteren relevanten Eigenheiten der Prozesse und Strukturen der Versicherungsmärkte und -unternehmen mangeln würde. Von daher ist wenig überraschend, dass sich die Repräsentanten der Versicherungswirtschaft nachdrücklich gegen diese Koalitionspläne ausgesprochen haben, durch welche auch die Versicherungsaufsicht automatisch in Richtung der Notenbank gerückt worden wäre<sup>599</sup>. Im weiteren Verlauf der Finanzmarktkrise – in deren Verlauf weder BaFin noch Bundesbank ihre institutionelle Überlegenheit in der Krisenvermeidung bzw. -bewältigung hätten nachweisen können – wurde dieser Teil des Koalitionsvertrages allerdings von dringenderen Fragestellungen überlagert, denen sich die politischen Entscheidungsträger zu widmen hatten. Es bleibt daher abzuwarten, ob die Vereinheitlichung auf Ebene von Handlungssystemen der Aufsicht trotz bestehender Bedenken künftig wieder aufgegriffen wird.

Wenn auch vom Vorgenannten nicht vollkommen unabhängig, handelt es sich bei der Vereinheitlichung auf der Ebene geltender Regelsysteme um

---

<sup>597</sup> Vgl. Koalitionsvertrag (2009), S. 53f., bes. S. 54: „Wir werden die Bankenaufsicht in Deutschland bei der Deutschen Bundesbank zusammenführen“.

<sup>598</sup> North (1990), 89.

<sup>599</sup> Vgl. stellvertretend GDV (2009b); sowie – basierend auf diesem Positionspapier – Siegmund (2010).

eine eigenständige Problemstellung. Zu den Zielen moderner Regulierungsinnovationen gehört besonders dann, wenn sie auf supranationaler Ebene formuliert werden, die Schaffung eines level playing field<sup>600</sup>, also angeglicher oder zumindest harmonisierter Rahmenbedingungen. Der Vereinheitlichungsgedanke kann hierbei in verschiedene Richtungen ausgelegt werden, so steht in der Europäischen Union insbesondere die Gewährleistung gleicher Wettbewerbsbedingungen in den Mitgliedstaaten im Vordergrund. Jedoch geht der Anspruch noch darüber hinaus, insbesondere im Fall von Solvency II:

„In order to *ensure consistency across financial sectors*, the general layout of a Solvency II system should, to the extent necessary, be *compatible with the approach and rules used in the banking field*. Products containing similar risks should, in principle, be supervised in the same way and be subject to the same capital adequacy or solvency requirements.“<sup>601</sup>

Mit dieser Ausrichtung knüpfte Solvency II explizit an eine Diskussion um die Vereinheitlichung bank- und versicherungsaufsichtlicher Rahmenbedingungen an, die bis dahin primär von Vertretern der Kreditwirtschaft sowie der Politik forciert, von solchen der Assekuranz hingegen stets deutlich kritischer bewertet worden war<sup>602</sup>. Im Grundsatz ist diese auf weitere Harmonisierung zielende Ausrichtung unabhängig davon auch im weiteren Regelsetzungsprozess auf europäischer Ebene beibehalten worden<sup>603</sup>.

Hieraus kann indes nicht abgeleitet werden, die Aufsichtsregeln für Bank- und Versicherungsintermediäre bedürften der vollständigen Vereinheitlichung. Dem läge eine Überbetonung von Gemeinsamkeiten zugrunde, während Unterschiede unangemessen wenig Berücksichtigung fänden. Unzweifelhaft sind Bank- wie Versicherungsunternehmen im Rahmen ihrer Kapitalanlage Kredit-, Liquiditäts- und Marktpreisrisiken ausgesetzt. Insoweit handelt es sich um die gleichen Risiken bzw. Risikoarten, unab-

---

<sup>600</sup> Vgl. stellvertretend für Basel II Rochet (2004), S. 14; für Solvency II unter diesem Titel Flamée/Windels (2009).

<sup>601</sup> European Commission (2003), S. 3; vgl. entsprechend u.a. Schradin (2003), S. 658; Hartung/Helten (2004), S. 294; Müller (2004), S. 765. Einen Eindruck von der weniger harmonisierungsgeneigten US-amerikanischen Position vermittelt Kane (2007), hier S. 42.

<sup>602</sup> Vgl. dahingehend u.a. Kupiec/Nickerson (2005), hier bes. S. 518; sowie aktuell Siegmund (2010), S. 548f.

<sup>603</sup> Vgl. CEIOPS (2005), S. 204, bes. Tz. 18.10f. Vgl. abwägender ebda., bes. Tz. 18.9, 18.12, sowie aktuell Nguyen/Molinari (2009), S. 50.

hängig davon, dass diese sich in Ausmaß, Charakter, Messung und Steuerung für verschiedene Typen von Finanzintermediären unterscheiden<sup>604</sup>. Diese gefährden den Wertansatz der Vermögensgegenstände sowie den Cashflow, der aus ihnen generiert werden kann, um beizeiten die vorrangigen Fremdkapitalgeberansprüche zu bedienen. Folgerichtig wird eine Eigenkapitalposition als Verlustausgleichspuffer benötigt. Ob die im Verhältnis von Risikopotential und -träger ausgedrückte Risikoposition angemessen ist, wird daher nicht nur durch die Vermögens-, sondern auch durch die Kapitaleseite und deren genauen Proportionen bestimmt<sup>605</sup>. Hier zeigt sich aber, dass die property rights von Einlegern und anderen Bankgläubigern im Durchschnitt andere Spezifikationen aufweisen als die der Gläubiger von Versicherungsunternehmen, also insbesondere der Versicherungsnehmer oder geschützten Dritten, deren Ansprüche in den versicherungstechnischen Rückstellungen abgebildet sind<sup>606</sup>. Ein Bank- und ein Versicherungsintermediär mit identischen Aktivseiten und identischer Eigenkapitalquote würden daher dennoch unterschiedliche Insolvenzwahrscheinlichkeiten aufweisen und erfordern daher eine abweichende regulatorische Bewertung und Behandlung.

Die vorgestellte Sichtweise stellt abweichend von der, die derzeit insbesondere unter den Regelsetzern vorherrscht<sup>607</sup>, die (Besonderheiten verschiedener) Institutionen in den Vordergrund und votiert daher nicht für eine vereinheitlichte, sondern für eine entsprechend angepasste Regulierung. „Das Besondere jeder Institution wird so berücksichtigt und der Wettbewerb zwischen den Institutionen um die beste Form der Intermediation gefördert“<sup>608</sup>. Umgekehrt wäre gerade angesichts der seit jeher hohen und zuletzt durch die Finanzmarktkrise noch gesteigerten Regulierungsinintensität im Bank- und Versicherungsbereich zu befürchten, dass mit der Vereinheitlichung von Marktregelinstitutionen Anreize gesetzt werden, die auf lange Sicht zu einer Vereinheitlichung der mit dem regulierten Geschäft befassten Unternehmensinstitutionen führen. Der erhoffte Vorteil einer Harmonisierung liegt insbesondere darin, Aufsichtsarbitrage zu ver-

---

<sup>604</sup> Vgl. ähnlich Egbers (2002), S. 7-14. Vgl. stellvertretend für die zuweilen missverständliche Verkürzung in der aktuellen Diskussion Varain (2010), S. 9f., 16f.

<sup>605</sup> Vgl. eingehend Kupiec/Nickerson (2005), passim.

<sup>606</sup> Vgl. prägnant Süchting (1994), hier bes. S. 541. Vgl. ergänzend später Schubert/Grießmann (2004).

<sup>607</sup> Vgl. demgegenüber das dezidierte Vereinheitlichungsplädoyer bei Petry/Erk (2010), bes. S. 598.

<sup>608</sup> Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 22.

meiden<sup>609</sup>. Fraglich ist allerdings, inwieweit sich für Bank- und Versicherungsintermediäre nicht nur Anreize, sondern auch praktikable Möglichkeiten ergeben, die für sie geltenden Regelsysteme dadurch zu unterlaufen, dass sie sich als Vertreter des jeweils anderen Typs gerieren. Angesichts der Definition von Bank- und Versicherungsintermediären durch die geltenden Regelsysteme bestehen hierfür weit weniger Chancen als für das Lehrbuchbeispiel einer Ausweichhandlung im geographischen Sinne, also durch Sitzverlegungen an Orte geringerer Regulierungsintensität. Demzufolge entstammen die ursprünglichen Befürwortungen einer Vereinheitlichung von bank- und versicherungsaufsichtlichen Regeln aus einer Zeit, da die institutionellen Grenzen zwischen diesen beiden Grundtypen des Finanzintermediärs durch *Allfinanzstrategien* verschwammen<sup>610</sup>: Auf Marktprozesse einer Annäherung der Geschäftsmodelle sollte demnach mit einer Angleichung der Regelsysteme reagiert werden. Von flächendeckend vollendeten Allfinanzkonzepten kann aus heutiger Sicht indes nicht die Rede sein, womit den zuletzt vor allem von politischen Unternehmern vorgetragenen Argumenten noch mehr Zugkraft fehlt als ohnehin schon:

„Within this policy discussion, no formal analysis has been presented that justifies the unification of regulatory capital requirements for all financial intermediaries under a bank standard<sup>611</sup>.

Zudem waren auch die seinerzeitigen Harmonisierungsbegehren nicht auf vollständige Angleichung gerichtet. Vielmehr beinhalteten sie eine stärkere Angleichung der Abgrenzungen von Risikopositionen, also von Risikopotentialen und Risikoträgern, und dies wiederum insbesondere im Bereich der Kapitalanlage<sup>612</sup>. Exakt diese sind jedoch durch Solvency II weitgehend erreicht worden. Eine noch weiter reichende Harmonisierung ist demgegenüber schwer begründbar, eher lassen sich verbleibende regulatorische Unterschiede mit nach wie vor bestehenden Unterschieden in den Geschäftsmodellen und resultierenden Chance-Risiko-Positionen betroffener Stakeholder rechtfertigen. Ebenso unzweifelhaft wie Gemeinsamkeiten, die für eine Harmonisierung sprächen, existieren Unterschiede zwi-

---

<sup>609</sup> Vgl. Nguyen/Molinari (2009), S. 50.

<sup>610</sup> Vgl. Süchting (1994), hier einführend S. 538.

<sup>611</sup> Kupiec/Nickerson (2005), S. 500. Vgl. aktuell Siegmund (2010), S. 547f.; sowie stellvertretend für eine frühe harmonisierungsskeptische Position Müller (1995a), bes. S. 70f.

<sup>612</sup> Vgl. exemplarisch die Analyse von Egbers (2002), zu seiner Kernforderung bes. S. 144f.

schen verschiedenen Typen von Finanzintermediären, die für die Bemessung ihrer Risikopositionen und damit auch für deren Beaufsichtigung relevant sind. Vereinheitlichungen, die ungeachtet dessen erfolgen, sind dann für den Finanzintermediär, dessen Regulierung an fremde Standards angeglichen wird, mit der Gefahr unangemessener und damit einzel- und gesamtwirtschaftliche Effizienz schädigender Restriktionen verbunden<sup>613</sup>.

Überdies wird eine Erschwerung von Aufsichtsarbitrage stets mit dem *Verzicht auf regulatorische Diversifikation* erkaufte. Denn mit vollständiger Vereinheitlichung würde von den Marktregeln im vorliegenden Fall ein Einfluss auf die Marktprozesse ausgehen, der schon dem Grunde nach weit über das zulässige Maß von „Leitplanken“ im Sinne EUCKENS oder VON HAYEKS hinausginge, unabhängig von der Richtung, in der er wirkte. Tatsächlich ist diese Richtung durch Uniformität gekennzeichnet, insoweit als

- vereinheitlichte Regelsysteme
- vereinheitlichte Handlungssysteme

anreizen<sup>614</sup>. Aus einem dergestalt uniformierten institutionellen Gefüge folgen entsprechend uniformierte Handlungsanreize für unternehmerisch Handelnde. Damit aber wächst die Gefahr von einem „Gleichlauf der Handlungsstränge, Entscheidungen und Wertansätze der regulierten Banken und Finanzinstitutionen“<sup>615</sup>. Dies aber widerspräche der fundamentalen Erkenntnis, dass „Diversity in behavior, not in name plates, is key to the management and spread of risks across a financial system“<sup>616</sup>. Zu begrüßen wäre Vereinheitlichung allenfalls, wenn sicher wäre, dass der begünstigte Standard allen anderen Lösungen überlegen wäre. Tatsächlich sind insbesondere die Indizien dafür, dass die Regelsysteme, die Basel II – und abgeleitet dann auch Solvency II – darstellen, dem Regelsystem Solvency I/VAG (und allen anderen Alternativen) überlegen sind, spätestens seit der Finanzmarktkrise als ausgesprochen schwach zu bezeichnen<sup>617</sup>. Die

---

<sup>613</sup> Vgl. eingehend Kupiec/Nickerson (2005), bes. S. 504, 511f., 518.

<sup>614</sup> Vgl. kritisch zu so vereinheitlichten Risikomodellen Danielsson (2008), bes. S. 327. Vgl. u.d.T. „Parallelen im Risikomanagement von Banken und Versicherungen“ auch Bittermann/Lutz (2003).

<sup>615</sup> Rudolph (2010), S. 2411f. Vgl.

<sup>616</sup> Persaud (2004), S. 307.

<sup>617</sup> Vgl. exemplarisch die kritische Analyse von Rudolph (2011). Auch aus der Sicht der Aufsichtsbehörde haben die deutschen Versicherungs- die Finanzmarktkrise insgesamt besser gemeistert als die Bankintermediäre, vgl. Eilert (2010), hier S. 90. Zweifelnd an positiven Regulierungswirkungen vgl. anlässlich von Basel II auch Kane (2007), bes. S. 42-44.

gewichtigsten Einwendungen gegen eine Vereinheitlichung gehen indes noch darüber hinaus:

- Der nötige Nachweis der Überlegenheit eines einzigen Ansatzes kann in einer Welt fundamentaler Unsicherheit sowie ungleich verteilten, unvollständigen Wissens nicht erbracht werden.
- Wenn die im vorstehenden Punkt ausgedrückte marktprozess-theoretische Ansicht nicht geteilt und von berechenbarer Unsicherheit ausgegangen wird, spricht ein anderes fundamentales Argument gegen Vereinheitlichung, nämlich das der *Risikominderung durch Diversifikation*.

Diese Grunderkenntnis wurde erst in den 1950er Jahren für Rendite-Risiko-Abwägungen im Bereich der Wertpapierinvestition detailliert herausgearbeitet. Seit dieser fundamentalen Ausformulierung durch MARKOWITZ gehört sie unter entsprechender Bezeichnung zum ökonomischen Standardwissen, allerdings findet sich der Grundgedanke der Diversifikation dem Grunde nach schon sehr viel früher<sup>618</sup> – und geht auch in seiner Anwendbarkeit über Wertpapiermärkte hinaus. So findet er sich in zahlreichen Teilpolitiken von Unternehmensleitungen, wo die Gefahren flächendeckend wirksamer Risikoeintritte vermieden und stattdessen economies of diversification realisiert werden sollen<sup>619</sup>.

Für Versicherungsunternehmen gilt dies in besonderem Maße<sup>620</sup>, schließlich beruht ihr Überleben und Erfolg in besonderem Maße darauf, dass es ihnen gelingt, die eingegangenen Risiken sowohl im versicherungstechnischen Geschäft als auch im Kapitalanlagegeschäft hinreichend zu streuen<sup>621</sup>. Aufgrund der fundamentalen Bedeutung der Diversifikation für das Risiko eines (Versicherungs-)Unternehmens ist dieses Prinzip folgerichtig

---

<sup>618</sup> Vgl. im Original Markowitz (1952), rückblickend später auch Markowitz (1991); sowie für einen einführenden Überblick mit Verweis auf die deutlich längere Geschichte dieser Grundidee Sturm (2007), S. 6-12.

<sup>619</sup> Typische Anwendungsfälle sind daher die Sortiments- oder Technologiepolitik sowie die Steuerung (eines Portfolios) von Strategischen Geschäftsfeldern eines Unternehmens, vgl. für einen ausführlichen Überblick etwa Macharzina/Wolf (2008), S. 346-377.

<sup>620</sup> Vgl. daher im Überblick zu folgerichtigen „MARKOWITZ-Adaptionen, die sich im Laufe der Zeit für die Assekuranz herausgebildet haben“, Schölisch (2006), S. 208-221.

<sup>621</sup> Vgl. grundlegend bereits Arrow (1965), hier S. 155; vgl. später für entsprechende Erklärungen der Existenz von Versicherungsunternehmen insbes. Skogh (1989), Skogh (1991).

im Versicherungsaufsichtsgesetz als zwingende „Wahrung angemessener Mischung und Streuung“<sup>622</sup> rechtlich bindend verankert.

Der Grundgedanke sämtlicher Portfolio-Konzepte besteht darin Niveau, Stabilität und Wachstum einer Erfolgsgröße einer Institution durch gezielte Streuung der darauf gerichteten Aktivitäten zu fördern<sup>623</sup>. Dieser aber lässt sich analog auf die Zielverfolgung von Regelsetzern und -durchsetzern beziehen: Der Erreichung der Aufsichtsziele ist es auf Dauer und im Durchschnitt förderlich, wenn nicht alle Aktivitäten gleich ausgerichtet sind. Sollte sich nämlich ein Regelsystem als fehlerhaft herausstellen, wären die Folgen bei Nicht-Diversifikation am weitreichendsten, bei Diversifikation hingegen auf den jeweiligen Teilanwendungsbereich beschränkt. Im Grundsatz wird daher die *Schaffung und Erhaltung diversifizierter Regelsysteme* für Bank- und Versicherungsintermediäre im Allgemeinen deswegen befürwortet, weil mit Blick auf die Erreichung der Gläubiger- und Systemschutzziele das (Gesamt-)Risiko flächendeckender Fehlansätze, -steuerungen und -regulierungen reduziert werden kann. „We need diversity“, auch und besonders bei der Regulierung von Finanzintermediären und der von ihnen eingegangenen Risiken<sup>624</sup>.

## 5.5 Die Beaufsichtigung von Kreditversicherungsunternehmen als Spezialproblem

Die Abwägungen des Vorkapitels, aus denen heraus für *regulatorische Diversifikation* plädiert wird, sind grundsätzlicher, spartenübergreifender Art. Für die Sparte der Kreditversicherung, die im Fokus dieser Arbeit steht, sind die Vereinheitlichungsargumente besonders sorgfältig zu prüfen, da sie sich wie folgt umformulieren lassen: Auch dann, wenn sich ein einheitliches Aufsichtsrecht für Bank- und Versicherungsintermediäre im Allgemeinen nicht begründen ließe, wäre es für Kreditversicherungsunternehmen im Besonderen dennoch ableitbar, da hier die Gemeinsamkeiten mit dem Bankgeschäft die Unterschiede überwiegen. Nachfolgend wird

---

<sup>622</sup> So § 54 I VAG zur Anlage des gebundenen Vermögens. Vgl. en detail zu Mischung/Streuung im Kapitalanlagegeschäft die Vorschriften der AnlV samt Kommentierung bei Prölss/Kollhosser/Lipowsky (2005), Nach § 54a (S. 633-674, bes. S. 658-667). Vgl. zur Diversifikation der versicherungstechnischen Risiken im Kollektiv stellvertretend v. d. Schulenburg (2005), S. 54-60.

<sup>623</sup> Vgl. ebda., S. 348f.

<sup>624</sup> Persaud (2004), S. 312.

gezeigt, inwieweit diese Argumentation zwar nachvollziehbar, jedoch in der Sache nicht zutreffend ist.

Tatsächlich weisen insbesondere die Delkredere- sowie die Kautionsversicherung erhebliche Parallelen zu Teilen des Bankgeschäfts auf, denn zu den gesetzlich definierten Bankgeschäften gehört auch „die Übernahme von Bürgschaften, Garantien und sonstigen Gewährleistungen für andere (Garantiegeschäft)“<sup>625</sup>. Demnach fielen Kreditversicherungsunternehmen durchaus unter das Bankaufsichtsrecht, würden sie nicht mittels Ausnahmeregelung hiervon freigestellt<sup>626</sup>. Indes liegt in dieser formalen Ausgrenzung kein Argument gegen eine Vereinheitlichung von Bank- und Kreditversicherungsregulierung<sup>627</sup>, denn hieraus würde ja gerade eine Modifikation der geltenden Regelsysteme folgen, in deren Rahmen genau dieser Ausnahmetatbestand beseitigt würde.

Zu bedenken ist jedoch bereits die Frage, warum eine Vereinheitlichung heißen müsste, dass Kreditversicherer unter das Bankaufsichtsrecht fielen<sup>628</sup>. Gerade weil sich in der jüngeren Vergangenheit nicht eben eine Überlegenheit des Bankaufsichtsrechts erwiesen hat, ließe sich umgekehrt ebenso gut folgern, dass Banken, die das Aval-, Bürgschafts- und Kreditsicherungsgeschäft betreiben, fortan wie Kreditversicherungsunternehmen zu beaufsichtigen seien.

Tatsächlich ist zuzugestehen, dass sich zwischen Delkredere- und Kautionsversicherungen einerseits und dem Garantiegeschäft der Banken andererseits Ähnlichkeiten ergeben. Die Schnittmenge liegt hierbei darin, dass der jeweilige Finanzintermediär als Partner für den Tausch unsicherer gegen sicherer Zahlungsströme fungiert: Gegen eine („sichere“) Prämie/Provision wird ein Zahlungsstrom versprochen, der vom Ausfall eines Kreditnehmers abhängt, insoweit also bedingt und damit „unsicher“ ist. Bank-

---

<sup>625</sup> § 1 I S 2 Nr. 8 KWG.

<sup>626</sup> Laut § 1 XIX Nr. 2 KWG zählt die Versicherungs- zwar als „Finanzbranche“ im Sinne des Gesetzes, laut §§ 2 I Nr. 4, VI Nr. 4 KWG sind VU jedoch weder Kreditinstitute noch Finanzdienstleistungsinstitute und werden daher von der Anwendung des Gesetzes freigestellt.

<sup>627</sup> Vgl. v. Wick/Feldmann (1997), S. 1212.

<sup>628</sup> Vgl. prägnant dahingehend insbes. die kritische Analyse von Kupiec/Nickerson (2005), passim. Bei Vertretern der Versicherungswirtschaft findet sich stattdessen die Ansicht, dass „Ein Vergleich von Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen zeigt, dass Banken eher von der Assekuranz lernen können“ – so der Untertitel von Schubert/Grießmann (2004).

und Kreditversicherungsintermediäre setzen sich insoweit ähnlichen Risiken aus<sup>629</sup>.

Dieser Tatbestand genügt indes als Regulierungsbegründung nicht, denn dann müsste wenn nicht jeder Marktteilnehmer, so doch jede Institution, die derartige Transaktionen und Chance-Risiko-Positionen eingeht, gleichermaßen reguliert werden. Dann aber wären mit analoger Begründung auch Factoring-Unternehmen, ABS-Investoren, Risikokäufer in CDS-Kontrakten usw. der Bankenregulierung zu unterwerfen. Gerade mit Blick auf die Factoring-Unternehmen ist aber zu konstatieren, dass sie vom KWG zwar als Finanzdienstleister, nicht aber als Banken i. e. S. klassifiziert werden<sup>630</sup>.

Ursächlich für die regulatorische Ungleichbehandlung verschiedener Träger von Kreditrisiken ist, dass diese sich abseits von dieser Kernfunktion signifikant unterscheiden. So finanzieren sich Factoring-Unternehmen anders als Banken nicht über die Fremdkapitalgebergruppe der privaten Einleger, die als besonders schutzwürdig klassifiziert werden. Damit das so bleibt, ist ihnen das Einlagegeschäft sogar aufsichtlich verboten<sup>631</sup>. Da sich hiernach auch anderweitig keine besonders schutzwürdigen Stakeholder identifizieren lassen, werden Factoring-Unternehmen insbesondere von der Solvabilitäts- und Liquiditätsaufsicht freigestellt und wird für sie auch unter dem Eindruck der Finanzmarktkrise weiterer Bedarf nach „factoring-spezifischer“ Gesetzesauslegung formuliert<sup>632</sup>. Für Factoring-Unternehmen sorgten also festgestellte Schnittmengen mit dem Bankgeschäft dafür, dass sie 2008 erstmals dem (Bank-)Aufsichtsrecht (in abgeschwächter Form) unterworfen wurden. Hiervon unterscheidet sich die Sachlage bei Kreditversicherungen signifikant: Für sie existiert seit Jahrzehnten ein Regelsystem, angewandt und durchgesetzt von einer ebenso traditionsreichen Organisation. Es ist also keine Regulierungslücke zu schließen. Würden Kreditversicherer dennoch dem Bankaufsichtsrecht unterworfen, würden die analog zu Factoring-Unternehmen zu konstatierenden Unterschiede abermals die Einrichtung von Ausnahmetatbeständen, Sonderregeln usw.

---

<sup>629</sup> Vgl. auch v. Wick/Feldmann (1997), hier S. 1132.

<sup>630</sup> Zu Ähnlichkeiten von (Kreditrisiken im Rahmen von) Factoring- und Kreditversicherungsverhältnissen vgl. ebda.; ferner Sieg (1990), S. 518. Vgl. § 1 Ia Nr. 9 KWG, der dahingehend explizit auch das echte Factoring (ohne Rückgriff) einstuft.

<sup>631</sup> Vgl. hierzu aktuell Dumoulin (2011).

<sup>632</sup> Vgl. einführend Wessel (2011), bes. S. 128, 130.

bedingen. Es ist nicht vermessen anzunehmen, dass am Ende dessen ein Regelsystem stünde, das sich vom aktuellen VAG für Kreditversicherungsunternehmen kaum differierte. Allein schon die Reibungsverluste und Transaktionskosten einer Verlagerung der Verantwortung hin zur Bankenaufsicht sprechen daher für die Beibehaltung der geltenden aufsichtlichen Arbeitsteilung. Hinzu kommen die bereits angeführten Argumente für eine regulatorische Diversifikation.

Selbst wer sich über sämtliche der vorstehenden materiell-inhaltlichen Erwägungen hinwegsetzt und aus politischen bzw. politökonomischen Gründen eine Vereinheitlichung von Bank- und Versicherungsregulierung befürwortet, sollte indes „the nature of the incremental institutional change“<sup>633</sup> und damit ins Kalkül ziehen, dass sich Regelsysteme in einer Welt unvollkommener und unvollständiger Märkte nur in kleinen Schritten verändern lassen. Angesichts der bereits erheblichen Modifikationen, die durch Basel II, Basel III, Solvency II und andere Regulierungsinnovationen verursacht worden sind, sollte daher das Augenmerk zunächst auf einer kritischen ökonomischen Analyse der (Anreiz-)Wirkungen dieser neuen Regeln liegen, bevor zusätzlich an den Fundamenten der Aufsicht über Finanzintermediäre gerührt wird, indem man ihre traditionelle Arbeitsteilung und Diversifikation in Frage stellt.

---

<sup>633</sup> North (1990), hier S. 10. Part II seines Grundlagenwerks widmet NORTH insgesamt dem Phänomen des „institutional change“, vgl. daher ergänzend ebda., S. 73-104 passim.

## 6. Fazit

### 6.1 Zusammenfassung

Anders als in (neoklassisch geprägten) Teilen der ökonomischen Wissenschaft sind Märkte nicht vollkommen. Insbesondere sind sie geprägt durch die Allgegenwart fundamentaler Unsicherheiten. Diese zu messen und zu steuern, gehört zu den zentralen unternehmerischen Herausforderungen.

Aus diesem Aufgabenfeld hat die vorliegende Arbeit

- Kreditrisiken und darauf gerichteten
- Kreditrisikotransfer behandelt und dabei
- Kreditrisikotransfers durch Kreditversicherung

in den Mittelpunkt gestellt.

Das zweite Kapitel diene genau dieser Zuspitzung auf Kreditversicherungen ausgehend von Begriffen und Arten unternehmerischer Risiken. In diesem Kontext wurde herausgearbeitet, dass jede Risikomanagementmaßnahme die herrschende Unsicherheit *stets nur reduzieren, nie eliminieren* kann. Die Existenz von Restunsicherheiten sowie die Gefahr von Wirkungsverlusten ausgerechnet im Bedarfsfall bedeuten, dass ein Risikoverkäufer im Gegenzug für seine Prämienzahlung eine Unsicherheitsreduzierung erhält, die in Verlässlichkeit und Ausmaß von zahlreichen Einflussfaktoren abhängt. Dies gilt im Allgemeinen ebenso wie für den Kreditrisikotransfer durch Kreditversicherungen im Besonderen.

Im zentralen Kapitel 3 wurden daraufhin Institutionen der Kreditversicherungsmärkte ausführlich analysiert. Da sich das bestehende institutionelle Gefüge stets als Ergebnis des institutionellen Wandels früherer Regel- und Handlungssysteme darstellt, wurden zunächst zentrale historische Entwicklungslinien nachgezeichnet. Nach den Kreditversicherungsunternehmen wurden die von ihnen offerierten Leistungen vorrangig behandelt und danach den vorhandenen Marktopportunitäten für den Kreditrisikotransfer gegenübergestellt. Mit Hilfe eines ausführlichen Katalogs von Vergleichs- und Auswahlkriterien konnte gezeigt werden, dass Kreditversicherungsverträge charakteristische Leistungsbündel umfassen, die sich in verschiedener Hinsicht von konkurrierenden Transfervarianten unterscheiden.

Wenngleich danach keine Verdrängung der Kreditversicherung zu erwarten wäre, wurde diese Frage 2007/2008 gleichwohl mit besonderem Nachdruck durch die Finanzmarktkrise aufgeworfen. In deren Rahmen haben Kreditrisiken und darauf gerichtete Transfers eine entscheidende Rolle gespielt. Doch zeigt bereits die grundlegende Analyse im vierten Kapitel dieser Arbeit, dass zwar bestimmte Marktprozesse auf den Märkten für Kreditrisikotransfer krisenbegünstigend gewirkt (und insoweit das Transferziel konterkariert) haben, die traditionelle (Waren-)Kreditversicherung von unverbrieften (Lieferanten-)Krediten zwischen (Nichtfinanz-)Unternehmen hiervon jedoch auszunehmen ist. Entscheidend für die Ansteckung der Finanzmärkte durch US-amerikanische Hypotheken waren vielmehr:

- spezielle Variationen von (Mortgage) *Asset Backed Securities*;
- spezielle, da zum credit enhancement der ABS/MBS dienende und daher mit der Lieferantenkreditversicherung kaum vergleichbare *Anleiheversicherungen* (bond insurance) durch darauf spezialisierte Versicherungsintermediäre (monoliner), deren Geschäftsmodell sich deswegen als untauglich erwies, da die eingegangenen Kreditrisiken zu wenig diversifiziert waren;
- die Gesamtheit der (nicht nur zu Hedging- sondern auch zu Spekulationszwecken gezeichneten) *Credit Default Swaps*, wie spätestens der spillover auf die Bonität staatlicher Schuldner verdeutlicht hat.

Bereits ausgehend von diesen Untersuchungsergebnissen sind durch die Krise begründete bzw. faktisch getriebene Regulierungen, die sich auf die verschiedenen Finanzintermediäre richten, besonders vorsichtig zu bewerten. Im abschließenden Kapitel 5 wurden entsprechend die für Kreditversicherungsunternehmen relevante Regulierungskonzeption sowie die dafür absehbaren Regulierungsinnovationen einer grundlegenden kritischen Analyse unterzogen. Diese zeigt, dass die vorherrschende Regulierungspraxis zwar ebenfalls im Sinne eines institutionellen Wandels aus der Geschichte heraus nachvollzogen werden kann, dass es ihr jedoch in verschiedener Hinsicht an der Begründbarkeit fehlt, die in einem marktwirtschaftlichen System zwingend erforderlich ist.

Diese regulierungsskeptische Perspektive gilt in besonderem Maße für Überlegungen, die Regulierung von Versicherungsintermediären generell und von Kreditversicherungsintermediären speziell stärker an die Regulierung von Bankintermediären anzulehnen. Gerade angesichts der Finanz-

marktkrise ist es vielmehr dringend geboten, nicht nur die Vorteile einer Vereinheitlichung, sondern auch die einer Verschiedenartigkeit zu würdigen. Die in der Folge befürwortete *regulatorische Diversifikation* könnte dann dazu beitragen, Regulierungsmängel früher zu erkennen und zu verhindern, dass sich unerkannte Mängel flächendeckend auswirken.

Denn der Tatsache fundamentaler Unwissenheit folgt, dass es Potentiale für Ex-post-Überraschungen immer und damit auch nach jeder Modernisierung von unternehmerischem Risikomanagement und staatlicher Aufsicht geben wird. Folgerichtig sind auch Solvency II und Basel III nicht geeignet, künftige Finanzmarktkrisen sicher zu verhindern<sup>634</sup>. Sicher ist allenfalls, dass die nächste Finanzkrise kommt<sup>635</sup>, unabhängig davon, wie viele Anstrengungen auf das Kreditrisikomanagement im Allgemeinen und Kreditrisikotransfers im Besonderen sowie darauf wirkende staatliche Maßnahmen verwendet werden: „Indeed human history is a sobering testimonial to the fallibility of humans in the face of ubiquitous uncertainty“<sup>636</sup>. Es wäre zu wünschen, dass politische und bürokratische Unternehmer dies verstehen und vor allem zugestehen, dass sie selbst in dieser Hinsicht alles andere als eine Ausnahme darstellen.

## 6.2 Zukunftsperspektiven der Kreditversicherung

Die Finanzmarktkrise lässt sich als eine Art Meta-Marktprozess auffassen, der durch eine Vielzahl spezifisch interagierender Akteure und Marktprozesse erzeugt und vorangetrieben wurde. Da sie in dieser Form noch nicht aufgetreten war, konnten sie von den Akteuren folgerichtig kaum antizipiert („gewusst“) werden. Es handelte sich also um eine besonders schwerwiegende Ausprägung der in einer Welt fundamentaler Unwissenheit unvermeidlichen Ex-post-Überraschung<sup>637</sup>. Die Finanzmarktkrise war und ist auch deswegen keine Krise der traditionellen Kreditversicherung. Verträge dieser Art waren im Rahmen des zu beobachtenden financial contagion ohne Belang. Insbesondere gegenüber ABS, die von den Markt-

---

<sup>634</sup> Mit Blick auf Solvency II vgl. prägnant Wilson (2010), S. 55-57; sowie aus aufsichtlicher Perspektive Eilert (2010), S. 94.

<sup>635</sup> Im menschlichen Arbitragieren liegen die Wurzeln von Preisblasen, woraus folgt: „Blasen kann man nicht verhindern“, Shiller (2008).

<sup>636</sup> North (2005), S. 116.

<sup>637</sup> Vgl. Schneider (1997b), S. 94-105; Schneider (2011), S. 5-14.

teilnehmern seit Ausbruch der Finanzmarktkrise phasenweise vollständig ignoriert wurden, und CDS, die phasenweise geradezu dämonisiert und seither zunehmend reglementiert werden<sup>638</sup>, hat sich die Reputation der traditionellen Kreditversicherung durch die Finanzmarktkrise im Vergleich zu den Marktopportunitäten eher verbessert. Ursächlich hierfür ist auch, dass sich die Assekuranz insgesamt und in ihrem Rahmen auch die Kreditversicherungswirtschaft bislang als vergleichsweise krisenresistent erwiesen haben. Im speziellen Fall der Kreditversicherung haben die Marktprozesse der jüngeren Vergangenheit auch positive Effekte insofern, als die krisenbedingt gestiegene Risikoaversion vieler Marktteilnehmer die Nachfrage nach Kreditversicherungsleistungen hat steigen lassen<sup>639</sup>.

Die Unternehmen der traditionellen Kreditversicherung und die von ihnen angebotenen Leistungsbündel sind auch deswegen allenfalls bedingt in Gefahr, gegenüber den derzeitigen Marktopportunitäten an Boden und Bedeutung zu verlieren. Fundament ihrer Wettbewerbsposition ist jenseits aktueller Krisenereignisse die Tatsache, dass sie Leistungsbündel anbieten, die so von anderen Marktteilnehmern nur bedingt imitiert werden können. Alle anderen Transfervarianten unterscheiden sich signifikant vom Kreditrisikotransfer durch Kreditversicherung. Diese Verschiedenartigkeit ermöglicht im engeren Kontext des unternehmerischen Risikomanagements eine begrüßenswerte Diversifikation, im weiter gefassten Kontext menschlichen Handelns steht sie für einen breiten Möglichkeitsbereich, aus dem ein Unternehmer auswählen kann.

Solange die Kreditversicherungsunternehmen Leistungsbündel anbieten, die von Unternehmern als attraktive Problemlösungen für Kreditrisikomanagementaufgaben wahrgenommen werden, werden sie sich am Markt für Kreditrisikotransfers behaupten. Die Krisenprozesse der letzten Jahre stellen in diesem Kontext Risiko und Chance zugleich dar. Im wirtschaftlichen Abschwung sind regelmäßig mehr Insolvenz- und damit Leistungsfälle sowie mit ihnen einhergehende Belastungen der Liquiditäts- und (Haft-) Kapitalausstattung der Kreditversicherungsunternehmen zu erwarten.

Dabei besteht jedoch die Chance, die Unternehmen der Kreditversicherungswirtschaft gerade vor diesem Hintergrund als in jeder Hinsicht ver-

---

<sup>638</sup> Vgl. stellvertretend für die kritische Sicht der Praxis Meissner (2010), S. 1035.

<sup>639</sup> Vgl. Flämig (2011).

lässliche Institutionen zu positionieren. Hierfür wäre zwar keine fundamentale Neuausrichtung nötig, doch wäre zu prüfen, ob nicht noch stärker darauf hingewirkt werden könnte, andere Marktteilnehmer mit entsprechenden Informationen zu versorgen<sup>640</sup>. Neben den Unternehmern, die in marktlichen Institutionen (Lieferanten-)Kredite praktizieren, sollten zentrale Informationsadressaten die politischen und bürokratischen Unternehmer sein, die für die Marktregeln der Kreditversicherungswirtschaft verantwortlich zeichnen. Denn die Krisenprozesse verlangen zwar eine eingehende Infragestellung und möglicherweise sogar Revision der Prinzipien von Aufsichtsnormen und -praktiken, nicht jedoch die weitere Reduzierung der regulatorischen Diversifikation.

Anders als diese und verschiedene andere regulatorische und marktliche Institutionen haben sich die der klassischen Warenkreditversicherung im Krisenverlauf durchaus bewährt. Insofern besteht für eine tiefgreifende Veränderung des Geschäftsmodells der Kreditversicherungsunternehmen aus heutiger Sicht kein Anlass.

---

<sup>640</sup> Vgl. zu Möglichkeiten und Notwendigkeiten einer Einflussnahme auf das Fremdbild der Kreditversicherungsunternehmen aktuell v. Weichs (2010), S. 67f.



## 7. Anhang: Kurzprofile wichtiger Kreditversicherungsunternehmen

### Allgemeine Unternehmensinformationen

Firmenname:	<b>Atradius Credit Insurance N.V.</b>		
Rechtsform:	Aktiengesellschaft	Sitz:	Amsterdam
Vorstandsvorsitzender:	Isidoro Unda	Gründungsjahr:	1925
Holding:	Atradius N.V.	Mitarbeiterzahl weltweit:	3318

### Unternehmenshistorie

1925	Gründung der Nederlandsche Credietverzekering Maatschappij (NCM) als weltweit erste Kreditversicherung
1954	Gründung der deutschen Gerling-Konzern Spezial-Kreditversicherung (Gerling Credit)
2001	Fusion der deutschen Kreditversicherungsgruppe Gerling Credit und des niederländischen Kreditversicherers NCM zu Gerling NCM
2003	Atradius-Anteile des Gerling-Konzern werden von einer Gruppe führender internationaler Finanzinstitute übernommen: Schweizer Rück, Deutsche Bank, Sal. Oppenheim, Seguros Catalana Occidente, Crédito y Caución
2004	Umfirmierung von Gerling NCM in Atradius
2008	Zusammenschluss mit Crédito y Caución, dem in Spanien führenden und weltweit viertgrößten Anbieter für Kreditversicherung
2010	Übernahme der Anteile von Swiss Re, Deutsche Bank und Sal. Oppenheim durch Grupo Catalana Occidente

### Konzernzugehörigkeit

Atradius N.V.

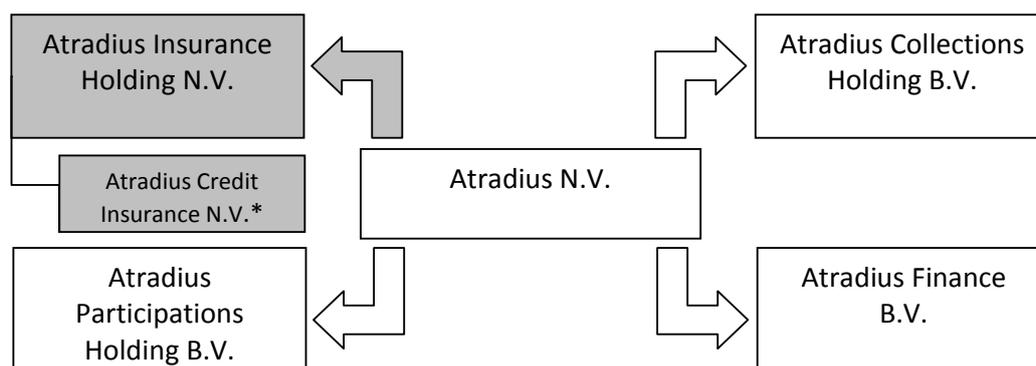
## Hauptaktionäre von Atradius N.V.

Grupo Catalana Occidente (GCO): 26,66 %

Grupo Crédito y Caución (Grupo CyC): 64,23 %

INOC, SA: 9,11 %

## Übersicht über Geschäftsfelder<sup>641</sup>



## Geschäftsfelder der Atradius N.V.

Geschäftsfelder	Gebuchte Bruttobeiträge	Bruttoaufwendungen für Versicherungsfälle	Versicherungstechnisches Ergebnis f. e. R.
Gesamtes Versicherungsgeschäft	1.346 Mio EUR, – 8,4 % (Vorjahr)	499 Mio. EUR	147 Mio. EUR
Kreditversicherung	1.158 Mio. EUR, – 10 % (Vorjahr)	425 Mio. EUR	143 Mio. EUR
Kautionsversicherung	84 Mio. EUR, – 2,3 % (Vorjahr)	32 Mio. EUR	4 Mio. EUR
Rückversicherung	104 Mio. EUR, + 7,1 % (Vorjahr)	42 Mio. EUR	0.2 Mio. EUR

<sup>641</sup> Vgl. Atradius (2010), S. 15f. Atradius N.V. unterhält weitere Tochtergesellschaften wie Atradius Dutch State Business N.V., Atradius Trade Credit Insurance Inc., Atradius Trade Credit Insurance Company, Atradius Credit Insurance Agency Inc., Atradius Seguros de Crédito S.A., Compañía Española de Seguros y Reaseguros de Crédito y Caución S.A., Atradius Information Services B.V., Atradius Investments Ltd, Atradius Reinsurance Ltd.

## Finanzkennzahlen

Atradius N.V. in Mio. EUR	2010	2009	2008	2007	2006
Gebuchte Bruttobeiträge	1,345.6	1,468.6	1,616.4	1,148.6	1,076.5
<i>davon Kreditversicherung</i>	<i>1,157.8</i>	<i>1,382.9</i>	<i>1,525.7</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>davon Kreditversicherung in %</i>	<i>86.0</i>	<i>94.2</i>	<i>94.4</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
Kapitalanlagen	1,542.3	1,551.5	2,084.5	1,539.1	1,413.3
Bilanzgewinn	124.9	113.3	193.4	164.2	105.3
Eigenkapital	1,035.2	905.0	1,005.0	843.5	690.2
Return on Equity in %	12.1	12.5	19.2	19.5	15.3
Bilanzsumme	3,274.9	3,199.4	4,284.1	2,992.7	2,874.9
Return on Asset in %	3.8	3.5	4.5	5.5	3.7
Schadenquote in %	38.6	85.4	98.6	39.9	45.0

Eine Untergliederung in Anlage- und Umlaufvermögen kann aufgrund abweichender Bilanzierung einzelner Unternehmen gem. § 330 HGB nicht vorgenommen werden.

## Produktübersicht<sup>642</sup>

Kreditversicherung	Atradius Credit Insurance N.V.
Factoring	Atradius Credit Insurance N.V. (Fortis Commercial Finance GmbH in Deutschland)
Rating	Atradius Credit Insurance N.V. (Atradius Buyer Rating)
Inkasso	Atradius Credit Insurance N.V. (Atradius Collections)
Rückversicherung	Atradius Reinsurance Ltd.

<sup>642</sup> Für das unterschiedliche Produktangebot werden durch *Atradius N.V.* zentral einzelne Filialen koordiniert und beauftragt.

## Allgemeine Unternehmensinformationen

Firmenname:	<b>Coface Kreditversicherung AG</b>		
Rechtsform:	Aktiengesellschaft	Sitz:	Mainz
Vorstandsvorsitzender:	Franz J. Michel	Gründungsjahr:	1923
Holding:	Coface Deutschland AG	Mitarbeiterzahl:	227

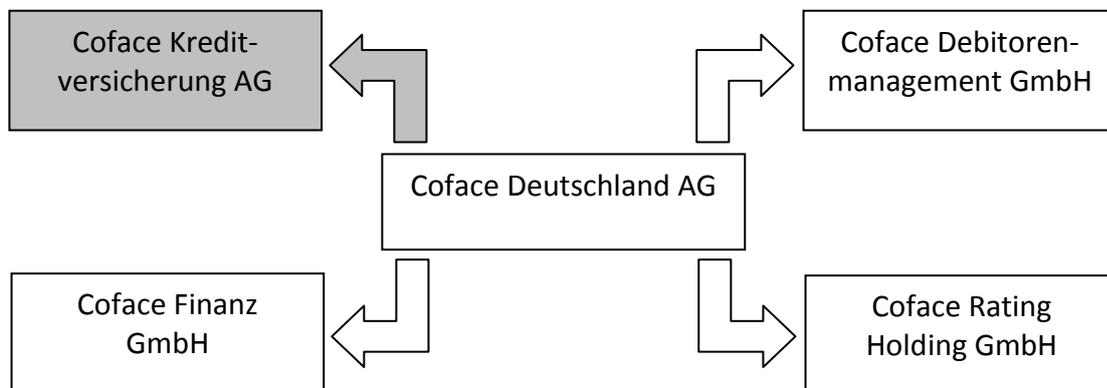
## Unternehmenshistorie

1923	Gründung als Rheinische Garantiebank Kautionsversicherungs Aktiengesellschaft
1937	Umfirmierung in Rheinische Garantie & Kautionsversicherungs-A.G. Mainz
1950iger	Hauptaktionäre sind die Münchener Rück und die Agripina
1960iger	Ausweitung des Aktionärskreises und Umfirmierung in Allgemeine Kreditversicherung Aktiengesellschaft
1995	REWE erwirbt 75 % der Aktien. Je 12,5 % verbleiben bei Allianz und Münchener Rück
1996	REWE kauft 12,5 % Anteil von Allianz; Coface S.A. Paris übernimmt über 50 % der Aktien von REWE
2002	Umfirmierung in Allgemeine Kreditversicherung Coface AG, gehört zu 100 % zur Coface S.A. Paris

## Konzernzugehörigkeit

Coface Deutschland AG

## Übersicht über Geschäftsfelder



## Geschäftsfelder der Coface Kreditversicherung AG<sup>643</sup>

Geschäftsfelder	Gebuchte Bruttobeiträge	Bruttoaufwendungen für Versicherungsfälle	Versicherungstechnisches Ergebnis f. e. R.
Gesamtes und in Rückdeckung übernommenes Versicherungsgeschäft	299 Mio. EUR, + 17 % (Vorjahr)	86 Mio. EUR	- 43 Mio. EUR
Kredit- und Kautionsversicherung	287 Mio. EUR, + 13,9 % (Vorjahr)	82 Mio. EUR	- 43 Mio. EUR
Sonstige Versicherungen	0 Mio. EUR	- 96.478 EUR	34.058 EUR

<sup>643</sup> Vgl. Coface (2010), S. 60f.

## Finanzkennzahlen

Coface Kreditversicherung AG in Mio. EUR	2010	2009	2008	2007	2006
Gebuchte Bruttobeiträge	299.3	254.5	242.7	241.6	240.5
<i>davon Kreditversicherung</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>davon Kreditversicherung in %</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
Kapitalanlagen	579.4	505.5	531.2	482.4	442.7
Bilanzgewinn	32.4	38.1	41.5	55.6	0.0
Eigenkapital	76.7	76.7	76.7	76.7	90.7
Return on Equity in %	42.2	49.6	54.0	72.4	0.0
Bilanzsumme	357.7	327.5	342.2	283.4	281.6
Return on Asset in %	9.0	11.6	12.1	19.6	0.0
Schadenquote in %	29.3	92.7	61.1	30.5	30.6

Eine Untergliederung in Anlage- und Umlaufvermögen kann aufgrund abweichender Bilanzierung einzelner Unternehmen gem. § 330 HGB nicht vorgenommen werden.

## Produktübersicht

Kreditversicherung	Coface Kreditversicherung AG
Factoring	Coface Finanz GmbH
Rating	Coface Rating Holding GmbH
Inkasso	Coface Debitorenmanagement GmbH

## Allgemeine Unternehmensinformationen

Firmenname:	<b>Euler Hermes Kreditversicherungs-AG</b>		
Rechtsform:	Aktiengesellschaft	Sitz:	Hamburg
Vorstandsvorsitzender:	Ralf Meurer	Gründungsjahr:	1917
Holding:	Euler Hermes S.A.	Mitarbeiterzahl:	1.570

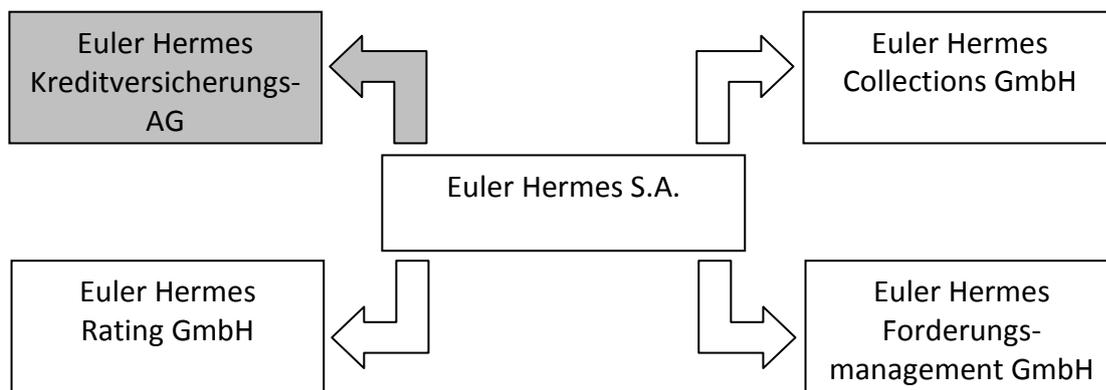
## Unternehmenshistorie

1917	Euler Hermes Kreditversicherungs-AG als 'Hermes Kreditversicherungsbank-AG' in Berlin gegründet.
1932	Hermes wird in Deutschland einziger Versicherer für das Waren-, Teilzahlungs- und Exportkreditversicherungsgeschäft.
1948	Neuer Hauptsitz von Hermes wird Hamburg.
1995	Hermes gründet die Hermes Versicherungsbeteiligungen GmbH, um alle Versicherungsbeteiligungen unter einem Dach zu bündeln.
2002	Die Aktivitäten der beiden zur Allianz Gruppe gehörenden Kreditversicherer Euler, Paris, und Hermes, Hamburg, werden in der neugegründeten Holding Euler & Hermes S.A. mit Sitz in Paris zusammengefasst.
2003	Weltweit werden im Zuge des Zusammenwachsens des größten Kreditversicherers alle zum Netzwerk gehörenden Gesellschaften sukzessive in Euler Hermes umbenannt.

## Verbundene Unternehmen und Konzernzugehörigkeit

- Euler Hermes Forderungsmanagement GmbH
- Euler Hermes Rating GmbH
- Euler Hermes Credit Insurance Agency (S) PTE. LTD.
- Euler Hermes Credit Services Ltd. (Japan)
- Euler Hermes Cescob uverova pojistovna A.S.
- Euler Hermes Kreditförsäkring Norden AB

## Übersicht über Geschäftsfelder



## Geschäftsfelder der Euler Hermes Kreditversicherungs-AG<sup>644</sup>

Geschäftsfelder	Gebuchte Bruttobeiträge	Bruttoaufwendungen für Versicherungsfälle	Versicherungstechnisches Ergebnis f. e. R.
Gesamtes Versicherungsgeschäft	729 Mio. EUR, + 6 % (Vorjahr)	– 106 Mio. EUR	– 3 Mio. EUR
Kredit- und Kautionsversicherung	586 Mio. EUR, + 7,9 % (Vorjahr)	– 28 Mio. EUR	– 27 Mio. EUR
Vertrauensschadenversicherung	81 Mio. EUR, - 2,5 % (Vorjahr)	– 55 Mio. EUR	17 Mio. EUR
In Rückdeckung übernommenes Versicherungsgeschäft	63 Mio. EUR, + 0,5 % (Vorjahr)	– 23 Mio. EUR	6 Mio. EUR

<sup>644</sup> Vgl. Euler Hermes (2010), S. 53f.

## Finanzkennzahlen

Euler Hermes Kreditversicherungs-AG in Mio. EUR	2010	2009	2008	2007	2006
Gebuchte Bruttobeiträge	729.4	688.4	702.0	711.6	678.7
<i>davon Kreditversicherung</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>davon Kreditversicherung in %</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
Kapitalanlagen	1,137.4	1,085.9	1,085.2	1,106.0	985.5
Bilanzgewinn	67.0	107.0	90.0	105.9	60.0
Eigenkapital	94.0	94.0	94.0	94.0	94.0
Return on Equity in %	71.3	113.8	95.7	112.7	63.8
Bilanzsumme	1,411.8	1,347.2	1,352.0	1,290.0	1,148.8
Return on Asset in %	4.7	7.9	6.7	8.2	5.2
Schadenquote in %	37.5	92.2	69.1	48.3	48.5

Eine Untergliederung in Anlage- und Umlaufvermögen kann aufgrund abweichender Bilanzierung einzelner Unternehmen gem. § 330 HGB nicht vorgenommen werden.

## Produktübersicht

Kreditversicherung	Euler Hermes Kreditversicherungs-AG
Inkasso	Euler Hermes Collections GmbH
Rating	Euler Hermes Rating GmbH
Risk Management	Euler Hermes Forderungsmanagement GmbH



## 8. Literatur

- Acharya, Viral V./Schnabl, Philipp/Suarez, Gustavo (2010): Securitization without Risk Transfer, NBER Working Paper No. 15730, Cambridge (Mass.).
- Adelson, Mark H./Jacob, David P. (2008): The Sub-prime Problem: Causes and Lessons, in: *Journal of Structured Finance*, Vol. 14, No. 1, S. 12-17.
- Aeberli, Urs (2005): Factoring: Kooperation von Euler Hermes und Factors AG – Neue Ideen für ein altes Produkt, in: *Schweizer Versicherung*, 24.11.2005, S. 14.
- Ahrweiler, Sonja/Börner, Christoph J. (2003): Neue Finanzierungswege für den Mittelstand – Ausgangssituation, Notwendigkeit und Instrumente, in: Kienbaum, Jochen/Börner, Christoph J. (Hrsg.): *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, Wiesbaden, S. 3-74.
- AK Finanzierung – Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft – Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992): Asset Backed Securities – ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen?, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 44. Jg., S. 495-530.
- Albrecht, Peter/Maurer, Raimond (2008): *Investment- und Risikomanagement*, 3. Aufl., Stuttgart.
- Alsheimer, Herbert (1988): Von der Gründerkrise zum Zusammenbruch der Frankfurter Allgemeine-Versicherungs-Aktiengesellschaft, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, 41. Jg., S. 471-478.
- Ammon, Gerhard von (1978): Betrachtungen zur Kreditversicherung (insbesondere zu Rechtsproblemen der Warenkreditversicherung), in: *Versicherungsrecht*, 29. Jg., S. 1086-1089.
- Angerer, August (1985): *Grundlinien der Versicherungsaufsicht*, Karlsruhe.
- Armstrong, Jim (2003a): *The Syndicated Loan Market: Developments in the North American Context*, Bank of Canada Working Paper 2003-15, Ottawa.
- Armstrong, Jim (2003b): *The Syndicated Loan Market: Developments in the North American Context – Research Summary*, in: *Bank of Canada: Financial System Review June 2003*, Ottawa, S. 69-73.
- Arrow, Kenneth J. (1965): Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care: Reply (The Implications of Transaction Costs and Adjustment Lags), in: *AER – American Economic Review*, Vo. 55, S. 154-158.
- Arrow, Kenneth J. (1970): Insurance, Risk and Resource Allocation, in: Ders. (ed.): *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Amsterdam/London, S. 134-143.
- Atanasova, Christina (2007): Access to Institutional Finance and the Use of Trade Credit, in: *Financial Management*, Vol. 36, No. 1, S. 49-67.
- Atradius (2010): Annual Report – Committed to our customers, [http://global.atradius.com/images/stories/Annual%20Reports/2010/Annual\\_Report\\_2010.pdf](http://global.atradius.com/images/stories/Annual%20Reports/2010/Annual_Report_2010.pdf).
- Atradius (2011a): Unternehmensgeschichte, <http://www.atradius.de/atradius/ueberatradius/historie.html>.
- Atradius (2011b): Zahlungsziel: Neue EU-Richtlinie benachteiligt viele deutsche Unternehmen, <http://www.atradius.de/news/press-relases/>.
- Auer, Michael (2008): *Operationelles Risikomanagement bei Finanzinstituten* (Wiley).

- Auerbach, Dirk/Roth, Tilmann (2003): Der Erwerb von Asset-Backed-Securities und Credit-Linked-Notes durch institutionelle Investoren, in: WM – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 57. Jg., S. 230-237.
- Avellaneda, Marco/Cont, Rama (2010): Transparency in Credit Default Swap Markets, Finance Concepts, ISDA Working Paper, July (abrufbar unter: [http://www.isda.org/c\\_and\\_a/pdf/CDSMarketTransparency.pdf](http://www.isda.org/c_and_a/pdf/CDSMarketTransparency.pdf)).
- Baden, Gerd-Uwe (2006): Kreditversicherung als Instrument des Risikomanagements und der Absatzsicherung, in: Hommel, Ulrich/Knecht, Thomas C./Wohlenberg, Holger (Hrsg.): Handbuch Unternehmensrestrukturierung Teil 3, Wiesbaden, S. 435-454.
- Badunenko, Oleg/Barasinska, Nataliya/Schäfer, Dorothea (2009): Genügend Widerstandskraft? – Immobilienfinanzierung und Haushaltsverschuldung in Deutschland, Großbritannien, den Niederlanden und den USA, in: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, 78. Jg., Nr. 1, S. 127-142.
- Bär, Hans Peter (2000): Asset Securitization: die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, 3. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien.
- BaFin (2003): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht '02, Bonn/Frankfurt/M.
- BaFin (2004): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht '03, Bonn/Frankfurt/M.
- BaFin (2009): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht '08, Bonn/Frankfurt/M.
- BaFin (2010): Ergebnisse der fünften quantitativen Auswirkungsstudie zu Solvency II (QIS 5) – Zusammenfassung der Auswertung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn/Frankfurt/M.
- BaFin/BAKred (1997): Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed Securities-Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute, BaKred-Rundschreiben 4/1997, Geschäftszeichen: I 3 – 21 – 3/95, Bonn/Frankfurt/M. (abrufbar unter: [http://www.bafin.de/cln\\_043/nn\\_722754/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/ba\\_\\_bis\\_\\_042002/rs\\_\\_9704\\_\\_ba.html](http://www.bafin.de/cln_043/nn_722754/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/ba__bis__042002/rs__9704__ba.html)).
- Baily, Martin Neil/Litan, Robert E./Johnson, Matthew S. (2008): The Origins of the Financial Crisis, Initiative On Business and Public Policy at Brookings, The Brookings Institution, Fixing Finance Series – Paper 3, November, Washington, D.C.
- Banks, Erik (2005): Liquidity Risk – Managing Asset and Funding Risk, Basingstoke.
- Barnier, Michel (2011): Brief vom Michel Barnier, Kommissar für Binnenmarkt und Dienstleistungen an die Vertreter von CEA, CRO Forum und PEIF, Dok. PD/cq D(2011) 541205, Brüssel, 01.06.2011, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/docs/solvency/barnier\\_june\\_2011\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/solvency/barnier_june_2011_en.pdf).
- Barret, Ross/Ewan, John (2006): BBA Credit Derivatives Report 2006, British Bankers Association, London.

- Baumann, Heinrich A. (1966): Factoring, Warenkreditversicherung, Zessionskredit – Eine vergleichende Darstellung, München (zugl.: München, LMU, Diss., 1966).
- BAV – Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (1996): Kredit- und Kautionsversicherung, Rundschreiben R1/96, in: VerBAV, Nr. 6, S. 135f.
- Baxmann, Ulf G. (2009): „Nach dem Risiko ist vor dem Risiko“ – Risikomanagement als permanente Herausforderung für die Kreditwirtschaft, in: Baxmann, Ulf G. (Hrsg.): Risikomanagement der Kreditwirtschaft, Frankfurt/M., S. 1-24.
- BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2010): Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, December 2010, Basel.
- BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2011): Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, December 2010 (rev June 2011).
- Bechthold, Hartmut (2007): Der ABS-Markt zwischen Aufschwung und Krise, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 60. Jg., S. 888f.
- Bechthold, Hartmut/Glüder, Dieter (2005): Wie kann Asset Backed Securities (ABS) dem deutschen Mittelstand helfen?, in: Die Steuerberatung, o. Jg., Nr. 8, S. 375-378.
- Becker, Axel/Wolf, Martin (2003): Die Übertragung von Risiken mit Kreditderivaten – ein Weg aus der Krise?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 56. Jg., S. 655-659.
- Becker, Claas (2006): Transfer mittelständischer Kreditrisiken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 59. Jg., S. 1151-1153.
- Behrendorf, Tobias (2004): Service Engineering in Versicherungsunternehmen, Göttingen.
- Benston, George J./Smith, Clifford W. jr. (1976): A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, in: Journal of Finance, Vol. 31, S. 215-231.
- Bergeest, Volker-Joachim (1981): Die Vertrauensschadenversicherung in ihren modernen Erscheinungsformen, Hamburg.
- Berger, Karl-Heinz (1987): Möglichkeiten der Erfassung von Risiken im Bankbetrieb, in: Krumnow, Jürgen/Metz, Matthias (Hrsg.): Rechnungswesen im Dienste der Bankpolitik, Festschrift Mertin, Stuttgart (Poeschel), S. 251-265.
- Bernert, Alexander/Corradi, Davide/Martin, Duncan/Morel, Philippe/Reich, Nils/Stange, Astrid (2010): Herausforderung Solvency II – Vorbereitung auf die weitreichenden strategischen Auswirkungen, Boston Consulting Group, o. O., Oktober.
- Bernstein, Peter L. (2007): Wider die Götter – Die Geschichte der modernen Risikogesellschaft, 5. Aufl., Hamburg.
- Betge, Peter (2008): Bankbetriebslehre, Berlin.
- Beuter, Hubert (1988): Kreditversicherung, in: Farny, Dieter/Helten, Elmar/Koch, Peter/Schmidt, Reimer (Hrsg.): HdV – Handwörterbuch der Versicherung, Karlsruhe, S. 409-416.
- Bhatia, Anjan V. (2007): New Landscape, New Challenges: Structural Change and Regulation in the U.S. Financial Sector, IMF Working Paper 07/195, Washington, D.C.
- Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz (2009): Finanzierung, München.
- Bigus, Jochen (2000): Finanzierung über Factoring und Finanzierung über Asset-Backed Securities im Vergleich, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 29. Jg., S. 465-467.

- Bittermann, Lutz/Lutz, Angelika (2003): Parallelen im Risikomanagement von Banken und Versicherungen, in: *Versicherungswirtschaft*, 58. Jg., S. 391-394.
- Bodendiek, Carsten (2005): Die Kautionsversicherung, in: Hirschmann/Romeike (Hrsg.), S. 27-30.
- Börner, Christoph J./Schlösser, Tanja (2009): Liquiditätssteuerung und Factoring, in: Erben/Hirschmann (Hrsg.), S. 225-245.
- Bösch, Martin (2011): *Derivate*, München.
- Bonn, Joachim K. (1998): *Bankenkrisen und Bankenregulierung*, Wiesbaden (zugl.: Bochum, Univ., Diss., 1997).
- Bonn, Joachim K. (2008): Bankenkrise 2008: allgemeines Grundmuster – bekannte Fehler, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 61. Jg., S. 386-392.
- Boot, Arnoud W. A. (2000): Relationship Banking: What Do We Know?, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, S. 7–25.
- Bosselmann, Eckhard H. (1994): *Versicherungsmakler und deregulierte Versicherungsmärkte*, Karlsruhe (zugl.: Frankfurt/M., Univ., Diss., 1993).
- Boyer, Martin/Papageorgiou, Nicolas (2005): An overview of the market for credit risk transfer, in: *Assurance et Gestion des Risques*, Vol. 73, S. 199-217.
- Brachinger, Hans W./Weber, Martin (1997): Risk as a Primitive: A Survey of Measures of Perceived Risk, in: *OR Spektrum*, Vol. 19, S. 235-250.
- Brauel, Stefan (2005): Kreditversicherung: Bedeutung und Nutzen für Unternehmen und die Volkswirtschaft, in: Hirschmann/Romeike (Hrsg.), S. 11-19.
- Brink, Ulrich (2007): Factoring für mittelständische Unternehmen, in: Haasis, Heinrich/Fischer, Thomas R./Simmert, Diethard B. (Hrsg.): *Mittelstand hat Zukunft – Praxishandbuch für eine erfolgreiche Unternehmenspolitik*, Wiesbaden, S. 361-378.
- Bröder, Thorsten M. (2006): *Risiko-Management im internationalen Bankgeschäft*, Bern/Stuttgart/Wien.
- Broll, Udo/Welzel, Peter (2003): Kreditderivate und Risikomanagement, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 56. Jg., S. 840-843.
- Brunnermeier, Markus K. (2009): Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, S. 77-100.
- Brütting, Christian/Weber, Nicolas/Heidenreich, Markus (2003a/b): Einsatz von Kreditderivaten durch deutsche Banken – Marktsituation, Problemfelder und Perspektiven, in: *Finanz Betrieb*, 5. Jg., S. 754-763 (Teil I); 5. Jg., S. 867-875 (Teil II).
- Brütting, Christian/Weber, Nicolas: Kreditderivate, in: *DBW – Die Betriebswirtschaft*, 64. Jg., S. 379-383.
- Buckley, Adrian (2011): *Financial Crisis – Causes, Context and Consequences*, Harlow et al.
- Büchner, Franz (1957): Zur Geschichte der Versicherung, in: *Versicherungswissenschaftliches Archiv (ZVersWiss)*, 46. Bd., S. 1-19.
- Büschgen, Hans E. (1998): *Bankbetriebslehre*, 5. Aufl., Wiesbaden.

- Bund, Stephan (2002): Die Asset-Backed-Finanzierung unter dem Rückgriff auf Handelsforderungen: Charakteristika, Vorteile und Ratingprozess, in: Juncker, Klaus/ Priewasser, Erich (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft, 2. Aufl., Frankfurt/M., S. 480-491.
- Burghof, Hans-Peter (2004): Bankkredit und Kreditrisikotransfer, Frankfurt/M. (zugl.: München, Univ., Habil., 2003).
- Burghof, Hans-Peter/Henke, Sabine (2005): Entwicklungslinien des Marktes für Kreditderivate, in: Burghof, Hans-Peter et al. (Hrsg.): Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, 2. Aufl., Stuttgart, S. 31-52.
- Burghof, Hans-Peter/Henke, Sabine/Rudolph, Bernd (1998): Kreditderivate als Instrument eines aktiven Kreditrisikomanagements, in: ZBB – Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 10. Jg., S. 277-286.
- Burghof, Hans-Peter/Rudolph, Bernd (1996): Bankenaufsicht – Theorie und Praxis der Regulierung, Wiesbaden.
- Buser, Christoph/Stahel, Werner (2008): The Loss Given Default in Credit Insurance: Summary, Credit & Surety PML Working Group, General article not published, ETH Zürich, 23<sup>rd</sup> September 2008, [www.cs-pml.org](http://www.cs-pml.org).
- Busse von Colbe, Walther/Coenenberg, Adolf G./Kajüter, Peter/Linnhoff, Ulrich/Pellens, Bernhard (Hrsg., 2011): Betriebswirtschaft für Führungskräfte, 4. Aufl., Stuttgart.
- Busse von Colbe, Walther/Hammann, Peter/Laßmann, Gert (1992): Betriebswirtschaftstheorie 2: Absatztheorie, 4. Aufl., Berlin et al.
- Case, Karl E./Shiller, Robert J. (2003): Is there a bubble in the housing market?, in: Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2003, No. 2, S. 299-342.
- CEA – Insurers of Europe (2011a): Solvency II – Making it workable for all, Position Paper, January, Brussels, <http://www.cea.eu/uploads/Modules/Publications/solvency-ii---making-it-workable-for-all.pdf>.
- CEA – Insurers of Europe (2011b): Insurance Industry urges EU Commissioner Barnier to correct Solvency II implementing measures, Press Release, 4 April 2011, Brussels, <http://www.cea.eu/uploads/Modules/Newsroom/110404-insurance-industry-urges-barnier-to-correct-solvency-ii-implementing-measures.pdf>.
- Cecchetti, Stephen G./Gyntelberg, Jacob/Hollanders, Marc (2009): Central counterparties for over-the-counter derivatives, in: BIS Quarterly Review, September, S. 45-58.
- CEIOPS – Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (2005): Answers to the European Commission on the second wave of Calls for Advice in the framework of the Solvency II project, CEIOPS-DOC-07/05, October, Frankfurt/M.
- CEIOPS – Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (2009): Lessons learned from the crisis (Solvency II and beyond), CEIOPS-SEC-107/08, 19 March 2009, Frankfurt/M.
- Chick, Victoria (2008): Could the Crisis at Northern Rock Have Been Predicted?: An Evolutionary Approach, in: Contributions to Political Economy, Vol. 27, S. 115-124.
- Ciupke, Steffen (2008): Wertpotenziale der Kreditversicherung – Ansätze der Risikosteuerung durch Makroderivate, Karlsruhe (zugl.: Karlsruhe, Univ., Diss., 2008).

- Claire, Benoît (2004): Welche Rolle spielen Kreditversicherer bei der Unternehmensfinanzierung?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 57. Jg., S. 28-30.
- Claussen, Carsten Peter (2010): Bankrechtliche Fragen zur Finanzmarktkrise, in: Grundmann et al. (Hrsg.), S. 1695-1712.
- Coface (2010): Geschäftsbericht, [http://www.coface.de/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/DE\\_de\\_DE/pages/home/02\\_unternehmen/02\\_wir\\_in\\_zahlen/GB%20Coface%20Deutshl.%202010](http://www.coface.de/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/DE_de_DE/pages/home/02_unternehmen/02_wir_in_zahlen/GB%20Coface%20Deutshl.%202010).
- Coface (2011): Von der Rheinischen Garantiebank zum Global Player – Die Geschichte der Coface Deutschland, [http://www.coface.de/CofacePortal/DE\\_de\\_DE/pages/home/02\\_unternehmen/07\\_unsere\\_geschichte](http://www.coface.de/CofacePortal/DE_de_DE/pages/home/02_unternehmen/07_unsere_geschichte).
- Cope, Eric/Labbi, Abderrahim (2008): Operational Loss Scaling by Exposure Indicators: Evidence from the ORX Database, IBM Zurich Research Lab in collaboration with The ORX Analytics Working Group, Working Paper, October 7, 2008, o.O., [http://www.orx.org/lib/uploads/public\\_folder/Operational\\_Loss\\_Scaling\\_by\\_Exposure\\_Indicators-Evidence\\_from\\_the\\_ORX\\_Database7October2008.pdf](http://www.orx.org/lib/uploads/public_folder/Operational_Loss_Scaling_by_Exposure_Indicators-Evidence_from_the_ORX_Database7October2008.pdf).
- Creditreform Wirtschaftsforschung (2011): Insolvenzen – Neugründungen – Löschungen, Jahr 2011, Neuss.
- Cremers, Heinz/Walzner, Jens (2007): Risikosteuerung mit Kreditderivaten unter besonderer Berücksichtigung von Credit Default Swaps, Frankfurt School – Working Paper Series, No. 80.
- Crouhy, Michel/Galai, Dan/Mark, Robert (2001): Risk Management, New York et al.
- Culp, Christopher L. (2006): Structured Finance and Insurance, New Jersey.
- Cuñat, Vicente (2007): Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers, in: Review of Financial Studies, Vol. 20, S. 491-527.
- Dacorogna, Michel M. (2003): The PML Study Or An Industry Gets Together to Study its Own Risk – A Progress Report, Credit & Surety PML Working Group, General Article not published, o. O., 19<sup>th</sup> November 2003, [www.cs-pml.org](http://www.cs-pml.org)
- Dacorogna, Michel M. (2008): Solvency II and IFRS: The Credit Insurance Industry Demonstrates How to Prepare for them, Credit & Surety PML Working Group, General Article not published, o. O., 8<sup>th</sup> December 2008, [www.cs-pml.org](http://www.cs-pml.org).
- Daniélsson, Jón (2008): Blame the models, in: Journal of Financial Stability, Vol. 4, S. 321-328.
- Das, Satyajit (2000): Credit Derivatives and Credit Linked Notes, 2. Aufl., Singapore et al.
- De Vries, Herb (2004): Factoring: the perceived role in cash management for New Zealand SMEs, in: International Journal of Entrepreneurship and Small Business, Vol. 1, S. 363-379.
- DeGennaro, Ramon (2008): Government-Sponsored Entities: Fannie Mae and Freddie Mac, in: Journal of Structured Finance, Vol. 14, Spring, S. 18-22.
- DeMarzo, Peter (1994): Credit Risk, in: Newman, Peter/Milgate, Murray/Eatwell, John (eds.): The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 3 Volumes, Vol. 1, London/Basingstoke, S. 541-543.

- Dennis, Steven A./Mullineaux, Donald J. (2000): Syndicated Loans, in: *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, S. 404-426.
- Deutsche Bundesbank (2003): Zunehmender Transfer von Kreditrisiken, in: *Monatsberichte*, 55. Jg., Nr. 12, S. 22.
- Deutsche Bundesbank (2004a): Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität, in: *Monatsberichte*, 56. Jg., Nr. 4, S. 27-45.
- Deutsche Bundesbank (2004b): Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt, in: *Monatsberichte*, 56. Jg., Nr. 12, S. 43-58.
- Deutsche Bundesbank (2005): Finanzstabilitätsbericht – November 2005, Frankfurt/M.
- Deutsche Bundesbank (2008): Geschäftsbericht 2007, Frankfurt/M.
- Deutsche Bundesbank (2009): Finanzstabilitätsbericht – November 2009, Frankfurt/M.
- Deutscher Bundestag (2009): Bedeutung der Forderungsausfallversicherung für den deutschen Mittelstand, Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Rainer Brüderle, Frank Schäffler, Jens Ackermann, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP – Drucksache 16/12498 –, Bundestags-Drucksache 16/12607, 09.04.2009, Berlin.
- Deutscher Factoring-Verband e. V. (2009): Stellungnahme zur Neufassung der MaRisk, Schreiben an die BaFin vom 23.03.2009, Berlin, abrufbar unter: [www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/marisk/090323\\_marisk\\_stellungnahme\\_dfv.pdf](http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/marisk/090323_marisk_stellungnahme_dfv.pdf).
- Deutscher Factoring-Verband e. V. (2011): Jahresbericht 2010, Berlin, März 2011 (abrufbar unter: [http://factoring.de/files/JB%202010\(3\).pdf](http://factoring.de/files/JB%202010(3).pdf)).
- Diamond, Douglas W. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: *Review of Economic Studies*, 51. Jg., S. 393-414.
- Dietrich, Ethel B. (1935): British Export Credit Insurance, in: *American Economic Review*, Vol. 25, S. 236-249.
- Dinallo, Eric R. (2008): “Best practices” for financial guaranty insurers, State of New York – Insurance Department, Circular Letter No. 19 (2008), September 22, 2008, [http://www.ins.state.ny.us/circltr/2008/cl08\\_19.pdf](http://www.ins.state.ny.us/circltr/2008/cl08_19.pdf).
- Donhauser, Volker (2001): Das Versicherungsaufsichtsrecht und der europäische Binnenmarkt, in: Müller et al. (Hrsg.), S. 123-151.
- Downs, Anthony (1968): *Ökonomische Theorie der Demokratie*, Tübingen.
- Drukarczyk, Jochen (1983): Kreditverträge, Mobiliarsicherheiten und Vorschläge zu ihrer Reform im Konkursrecht, in: *ZfB – Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 53. Jg., S. 328-349.
- Dumoulin, Karl Friedrich (2011): Zur Abgrenzung des Factoring-Geschäfts vom Einlagengeschäft, in: *FLF – Finanzierung, Leasing, Factoring*, 58. Jg., S. 125-127.
- Dunemann, Oliver (2001): Kreditportfoliomodelle, in: Rolfes/Schierenbeck (Hrsg.), S. 185-206.
- Edwards, Mark A. (2009): Flawed Regulatory Policy: The Future of Fannie and Freddie – Nationalization, De-Nationalization, Re-Nationalization: Some Historical and Comparative Perspective, in: *Pace Law Review*, Vol. 30, S. 124-153.

- Effenberger, Dirk (2003): Kreditderivate: Implikationen für die Kreditmärkte, Deutsche Bank Research – Aktuelle Themen, Nr. 272, Frankfurt/M.
- Egbers, Bernd (2002): Die Solvabilitätsvorschriften im Banken- und Versicherungsaufsichtsrecht, Frankfurt/M. (zugl.: Münster, Univ., Diss. iur., 2001).
- Eichhorn, Franz-Josef (2004): Financial Risk Management bei deutschen Mittelständlern – Erkenntnisse einer qualitativen Marktforschungsstudie, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 57. Jg., S. 828-832.
- Eichhorn, Michael/Eichhorn-Schurig, Melanie (2006): Kreditderivate: weiteres Wachstum, neue Strukturen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 59. Jg., S. 1211.
- Eichhorn, Michael/Eichhorn-Schurig, Melanie (2007): Kreditderivate: Konzentration von Kontrahenten und Underlyings, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 60. Jg., S. 175-177.
- Eichwald, Berthold/Pehle, Helmut (2000): Die Kreditarten, in: v. Hagen/v. Stein (Hrsg.), S. 742-814.
- Eilert, Hergen (2010): Zukunft der Aufsicht – national und supranational (EU/EWR), in: Hamburger Gesellschaft (Hrsg.), S. 89-98.
- Einhaus, Christian (2006): Potenziale des Wissensmanagements zur Behandlung operationeller Risiken in der Kreditwirtschaft, Frankfurt/M. (zugl.: Bochum, Univ., Diss., 2006).
- EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority (2011): EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II, Dok. EIOPA-TFQIS5-11/001, 14 March 2011, Frankfurt/M.
- Eistert, Ekkehard (1997): Bankavale oder Kautionsversicherungen für Außenhandelsgeschäfte? – Marktanalyse und Perspektiven, in: Versicherungswirtschaft, 52. Jg., S. 1681-1685.
- Eling, Martin/Schmeiser, Hato (2006): Versicherungsaufsicht unter Solvency II – zwei Phasen, drei Säulen und zwei Stufen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 59. Jg., S. 768-770.
- Ellis, Luci (2008): The housing meltdown: Why did it happen in the United States?, BIS Working Papers, No 259, Basel.
- Emery, Gary W. (1984): A Pure Financial Explanation for Trade Credit, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 19, S. 271-285.
- Emse, Cordula (2005): Verbriefungstransaktionen deutscher Kreditinstitute, Eine Analyse alternativer Strukturvarianten und deren regulatorischer Erfassung nach Grundsatz I und Basel II, Wiesbaden (zugl. Diss., Univ. Duisburg-Essen, 2004).
- Engelhardt, Werner H./Kleinaltenkamp, Michael/Reckenfelderbäumer, Martin (1993): Leistungsbündel als Absatzobjekte – Ein Ansatz zur Überwindung der Dichotomie von Sach- und Dienstleistungen, in: zfbf – Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 45. Jg., S. 395-426.
- Erben, Roland F./Hirschmann, Stefan (Hrsg., 2009): Handbuch Credit Management, Köln.
- Ermert, Olaf (2011): Solvency II – Säule 1: Anforderungen und Auswirkungen, Vortrag auf der Informationsveranstaltung "Solvency II – Aktuelle Entwicklungen" der BaFin am 13.10.2011 in Bonn, abrufbar unter: [http://www.bafin.de/clin\\_161/SharedDocs/Downloads/DE/](http://www.bafin.de/clin_161/SharedDocs/Downloads/DE/)

Unternehmen/VersichererUndPensionfonds/Solvency\_\_II/infoveranstaltung\_\_111013/vortrag\_\_dr\_\_ermert,t  
emplateld=raw,property=publicationFile.pdf/vortrag\_dr\_ermert.pdf.

- Eucken, Walter (1949): Die Wettbewerbsordnung und ihre Verwirklichung, in: ORDO, 2. Jg., S. 1-99.
- Eucken, Walter (1952): Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Bern et al.
- Euler Hermes (2009): Auf der sicheren Seite – Der richtige Schutz vor Forderungsausfall und seinen Folgen, Wirtschaft Konkret Nr. 105, Hamburg.
- Euler Hermes (2010): Jahresabschluss und Lagebericht, <http://www.eulerhermes.de/de/dokumente/euler-hermes-jahresabschluss-und-lagebericht-2010.pdf>.
- Euler Hermes (2011a): Die Euler Hermes Firmengeschichte, <http://www.eulerhermes.de/de/euler-hermes-firmengeschichte/euler-hermes-firmengeschichte.html>.
- Euler Hermes (2011b): Euler Hermes – the world leader in credit insurance, [http://www.eulerhermes.com/en/documents/2011/eh\\_corporate\\_presentation\\_september\\_2011.pdf](http://www.eulerhermes.com/en/documents/2011/eh_corporate_presentation_september_2011.pdf).
- European Commission – Internal Market DG (1999): The Review of the Overall Financial Position of an Insurance Undertaking (Solvency II Review), Dok. MARKT/2095/99-EN Orig.
- European Commission – Internal Market DG (2001): Solvency II: Presentation of the proposed work – Not to the Solvency Subcommittee of the Insurance Committee, Dok. MARKT 2027/01-EN Orig.
- European Commission – Internal Market DG (2003): Design of a future prudential supervisory system in the EU – Recommendations by the Commission Services, Dok. MARKT/2509/03–EN Orig., Brussels, 3 March 2003.
- Fabbri, Daniela/Menichini, Anna Maria C. (2010): Trade credit, collateral liquidation, and borrowing constraints, in: Journal of Financial Economics, Vol. 96, S. 413-432.
- Fahr, Ulrich/Kaulbach, Detlef/Bähr, Gunne W. (2007): Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG – mit Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG), Kommentar, 4. Aufl., München.
- Farny, Dieter (2011): Versicherungsbetriebslehre, 5. Aufl., Karlsruhe.
- Felsenheimer, Jochen/Gisdakis, Philip/Zaiser, Michael (2006): Active Credit Portfolio Management, Weinheim (Wiley).
- Fendel, Ralf/Frenkel, Michael (2009): Die Subprime-Krise 2007/2008: Ursachen, Auswirkungen und Lehren, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 38. Jg., S.78-85
- Fischer, Harry (1938): Die deutsche Kreditversicherung unter besonderer Berücksichtigung der Lieferantenkredit- und Schuldnerkautionsversicherung, Berlin.
- Flämig, Michael (2011): Exporteure greifen massenhaft nach Hermesgarantien, in: Börsen-Zeitung, Nr. 136, 19.07.2011, S. 8.
- Flamée, Michel/Windels, Paul (2009): Restructuring Financial Sector Supervision: Creating a Level Playing Field, in: The Geneva Papers on Risk and Insurance, Vol. 34, S. 9-23.
- Flannery, Mark J. (2001): The Faces of “Market Discipline”, in: Journal of Financial Services Research, Vol. 20, S. 107-119.
- Fortmann, Jens (1989): Die Investitionsgüterversicherung, Frankfurt/M. et al.

- Frach, Lotte (2010): Finanzmarktregulierung in Deutschland, Baden-Baden (zugl.: Trier, Univ., Diss., 2010).
- Francke, Hans-Hermann (2008): Die Immobilienkrise in den USA – Ursachen und Konsequenzen für das globale Finanzsystem, in: Kredit und Kapital, 41. Jg., S. 1-8.
- Francuski, Alexander (1928): Die Kreditversicherung, Novi Sad.
- Franke, Günter (2000): Kreditgeschäft und Finanzmärkte, in: v. Hagen/v. Stein (Hrsg.), S. 231-270.
- Franke, Günter (2004): Transformation nicht gehandelter in handelbare Kreditrisiken, in: Franz, Wolfgang/Ramser, Hans Jürgen/Stadler, Manfred (Hrsg.): Funktionsfähigkeit und Stabilität von Finanzmärkten, Tübingen, S. 151-174.
- Franke, Günter/Hax, Herbert (2009): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Aufl., Berlin/Heidelberg.
- Franke, Günter/Krahn, Jan Pieter (2009): Die Rolle von Anreizen für die Zukunft der Kreditverbriefung, in: Schäfer et al. (Hrsg.), S. 5-13.
- Frankel, Allen (2006): Erstklassig oder auch nicht: Finanzierung von Wohneigentum in den USA im neuen Jahrhundert, in: BIZ-Quartalsbericht, Nr. 1, S. 75-87.
- Freiling, Jörg (2004): Unternehmerfunktionen im kompetenzorientierten Ansatz, in: von den Eichen, Stephan A. Friedrich/Hinterhuber, Hans H./Matzler, Kurt/Stahl, Heinz K. (Hrsg.): Entwicklungslinien des Kompetenzmanagements, Wiesbaden (Gabler), S. 411-443.
- Freiling, Jörg/Reckenfelderbäumer, Martin (2010): Markt und Unternehmung, 3. Aufl., Wiesbaden.
- Frenkel, Michael/Hommel, Ulrich/Rudolf, Markus (eds., 2005): Risk Management – Challenge and Opportunity, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York.
- Frey, Rüdiger/Backhaus, Jochen (2008): Pricing and Hedging of Portfolio Credit Derivatives with Interacting Default Intensities, in: International Journal of Theoretical and Applied Finance, Vol. 11, S. 611-634.
- Friedman, Milton A./Schwartz, Anna J. (1963): The Great Contraction 1929-1933, Princeton.
- Fritsch, Michael/Wein, Thomas/Ewers, Hans-Jürgen (2007): Marktversagen und Wirtschaftspolitik, 7. Aufl., München.
- Fromme, Herbert (2008): Kreditversicherungen werden teurer, in: FTD – Financial Times Deutschland, Nr. 227, 20.11.2008, S. 23.
- Fromme, Herbert, Klimm, Leo (2011): Euler Hermes droht Industrie, in: FTD – Financial Times Deutschland, Nr. 236, 5.12.2011, S. 15.
- Froot, Kenneth A./Scharfenstein, David S./Stein, Jeremy S. (1993): Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies, in: Journal of Finance, Vol. 48, S. 1629-1658.
- Früh, Andreas (2010): Übergang von Kreditrisiken – Einzelübertragungen, Umwandlungsmaßnahmen et al., in: Grundmann et al. (Hrsg.), S. 1822-1844.
- Führer, Andre (2001): Entwicklung eines Prämienmodells für die Warenkreditversicherung, Karlsruhe.

- Gadanez, Blaise (2004): Struktur, Entwicklung und Bedeutung des Marktes für Konsortialkredite, in: BIZ Quartalsbericht, Dezember, S. 85-101.
- GDV – Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (2007/2008/2009a/2010/2011): Jahrbuch 2007/2008/2009/2010/2011 – Die Deutsche Versicherungswirtschaft, Berlin (div.).
- GDV – Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (2009b): Positionen zur nationalen Finanzaufsichtsarchitektur: Versicherungsaufsicht in der Verantwortung der Deutschen Bundesbank und Trennung von Solvenz- und Marktaufsicht?, Berlin.
- Geilmann-Ebbert, Andreas/Heine, Stefan (2006): Kreditrisikotransfer im genossenschaftlichen Finanzverbund, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 59. Jg., S. 1147-1150.
- Germis, Carsten (2009): Wettlauf der eitlen Krisenmanager, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, Nr. 12, 22.03.2009, S. 38.
- Gianetti, Mariassunta/Burkart, Mike/Ellingsen, Tore (2011): What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts, in: Review of Financial Studies, Vol. 24, S. 1261-1298.
- Gleißner, Werner/Romeike, Frank (2009): Credit Management im Kontext einer wert- und risikoorientierten Unternehmensführung, in: Erben/Hirschmann (Hrsg.), S. 49-70.
- Goltz, Günter (1932): Die Sicherung des aktiven Bankkredits durch Kreditversicherung, Frankfurt/M..
- Goodhart, Charles A. E. (2008): The background to the 2007 financial crisis, in: International Economics and Economic Policy, Vol. 4, S. 331-346.
- Goodhart, Charles A. E. (2009): The Regulatory Response to the Financial Crisis, Cheltenham/Northampton.
- Gore, Angela K./Sachs, Kevin/Trzcinka, Charles (2004): Financial Disclosure and Bond Insurance, in: Journal of Law and Economics, Vol. 47, S. 275-306.
- Götze, Uwe/Henselmann, Kai/Mikus, Barbara (Hrsg., 2001): Risikomanagement, Heidelberg.
- Götze, Uwe/Mikus, Barbara (2007): Der Prozess des Risikomanagements in Supply Chains, in: Vahrenkamp, Richard (Hrsg.): Risikomanagement in Supply Chains, Berlin, S. 29-58.
- Gramlich, Edward M. (2007): Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgages, in: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Vol. 92, No. 4, S. 105-113.
- Greenbaum, Stuart I./Thakor, Anjan V. (2007): Contemporary Financial Intermediation, 2. Aufl., Amsterdam et al.
- Greve, Volker (2001): Aufsicht über Kapitalanlagen, in: Müller et al. (Hrsg.), S. 283-292.
- Grundmann, Stefan/Haar, Brigitte/Merkt, Hanno et al. (Hrsg., 2010): Unternehmen, Markt und Verantwortung – Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, 2 Bde., Bd. 2, Berlin et al.
- Gruschinske, Günter (2001): Kontrolle der Eigenmittelausstattung, in: Müller et al. (Hrsg.), S. 271-281.
- Gup, Benton E. (ed., 2004): Too Big to Fail – Policies and Practices in Government Bailouts, Westport.

- Gürtler, Max (1930): Folgerungen aus dem Zusammenbruch der Frankfurter Allgemeinen Versicherungs-A.-G., in: ZfB – Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 7. Jg., S. 81-96.
- Gutenberg, Erich (1980): Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3 Bde., Bd. 3: Die Finanzen, 8. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York.
- Gutenberg, Erich (1984): Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3 Bde., Bd. 2: Der Absatz, 8. Aufl., Berlin et al.
- Habicht, Hermann (1950): Probleme der Ausführfinanzierung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 3. Jg., S. 314-316.
- Habicht, Hermann (1967): 50 Jahre Hermes Kreditversicherung-Aktiengesellschaft, Hamburg.
- Hagen, Jürgen von/Stein, Johann Heinrich von (Hrsg., 2000): Obst/Hintner – Geld-, Bank- und Börsenwesen, 40. Aufl., Stuttgart.
- Hagen, Otto (1929): Assekuranz-Krisen, in: Deutsche Juristen-Zeitung, 34. Jg., Sp. 1172-1176.
- Halem, Carl Otto von (1964): Kreditversicherung, Wiesbaden.
- Hamburger Gesellschaft zur Förderung des Versicherungswesens mbH (Hrsg., 2010): Fluch und Segen der Kapitalmärkte für die Versicherungswirtschaft, Dokumentation über das Symposium „Finanzkrise und Assekuranz“ am 9. Oktober 2009 im Hause Aon Jauch & Hübener, Hamburg, Karlsruhe.
- Hammond, J. D./Melander, E. R./Shilling, N. (1971): Economies of Scale in the Property and Liability Insurance, in: Journal of Risk and Insurance, Vol. 38, S. 181-191.
- Harold, Gilbert (1938): Bond Ratings as an Investment Guide – An Appraisal of their Effectiveness, New York.
- Harrington, Scott E. (2009): The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of Insurance Regulation A Public Policy Paper of the National Association of Mutual Insurance Companies, Washington, D.C., September 2009 (abrufbar unter: [http://www.fox.temple.edu/dept/rihm/documents/seminars/sp10/Scott\\_Harrington.pdf](http://www.fox.temple.edu/dept/rihm/documents/seminars/sp10/Scott_Harrington.pdf)).
- Hartmann-Wendels, Thomas (2008): Die Subprime-Krise: Die Rolle von Forderungsverbriefungen, in: FLF – Finanzierung, Leasing, Factoring, 55. Jg., S. 252-256.
- Hartmann-Wendels, Thomas (2011): Factoring-Geschäft im Jahr 2010: Den Aufschwung überholt, in: FLF – Finanzierung, Leasing, Factoring, 58. Jg., S. 148-151.
- Hartmann-Wendels, Thomas/Pfingsten, Andreas/Weber, Martin (2010): Bankbetriebslehre, 5. Aufl., Berlin et al. (4. Aufl. ebda. 2007).
- Hartschuh, Thomas/Grimm, Simon/Haider, Andreas (2007): Kreditportfoliosteuerung mittels Verbriefungen und Kreditderivaten, in: Schierenbeck, Henner/Kirmße, Stefan (Hrsg.): Aktuelle Entwicklungen und Fragestellungen in der Banksteuerung, Frankfurt/M., S. 245-258.
- Hartung, Thomas (2005): Überprüfungsverfahren und Marktdisziplin als Instrument der Versicherungsaufsicht, in: Gründl, Helmut/Perlet, Helmut (Hrsg.): Solvency II & Risikomanagement: Umbruch im Versicherungswesen, Wiesbaden, S. 53-70.

- Hartung, Thomas (2007): Eigenkapitalregulierung bei Versicherungsunternehmen – Eine ökonomisch-risikotheoretische Analyse verschiedener Solvabilitätskonzeptionen, Karlsruhe (zugl.: Habil., München, Univ., 2006).
- Hartung, Thomas/Helten, Elmar (2004): Modernisierung versicherungswirtschaftlicher Eigenkapitalnormen durch Solvency II, in: Finanz Betrieb, 6. Jg., S. 293-303.
- Hasselmann, Friedrich (1926): Die Exportkreditversicherung mit Unterstützung des Reichs nach dem Hamburger Plan, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 26. Jg., S. 454-458.
- Hau, Harald/Thum, Marcel (2008): Wie (in-)kompetent sind die Aufsichtsräte deutscher Banken?, in: ifo Schnelldienst, 61. Jg., Nr. 19, S. 27-29.
- Hayek, Friedrich A. von (1937): Economics and Knowledge, in: *Economica*, Vol. 4, S. 33-54.
- Hayek, Friedrich A. von (1945): The Use of Knowledge in Society, in: *American Economic Review*, Vol. 35, S. 519-530.
- Hayek, Friedrich A. von (1980): Recht, Gesetzgebung und Freiheit: Eine neue Darstellung der liberalen Prinzipien der Gerechtigkeit und der politischen Ökonomie, 3 Bde., Bd. 1: Regeln und Ordnung, München.
- Heidenreich, Markus (2007/2008): Der Einsatz von Kreditderivaten im deutschsprachigen Raum – Eine Untersuchung unter den größten deutschen, österreichischen und schweizerischen Kreditinstituten, in: Finanz Betrieb, 9. Jg., 2007, S. 761-769 (Teil 1); 10. Jg., 2008, S. 49-57 (Teil 2).
- Heidorn, Thomas (2009): Kreditderivate, in: Everling, Oliver/Holschuh, Klaus/Leker, Jens (Hrsg.): *Credit Analyst*, München, S. 283-308.
- Heilmann, Wolf-Rüdiger (1989): Versicherungsmathematische Grundlagen des Risk Management, in: *Blätter der Deutschen Gesellschaft für Versicherungsmathematik*, 19. Bd., Nr. 2, S. 141-159.
- Hellwig, Martin (2010): Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?, in: *CESifo DICE Report*, Vol. 8, No. 2, S. 40-46.
- Henke, Sabine (2002): Anreizprobleme beim Transfer der Kreditrisiken aus Buchkrediten, Berlin.
- Herrmannsdorfer, F. (1926): Die Kreditversicherung als Hilfsmittel der Finanzierung, in: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 26. Jg., S. 440-454.
- Herzfelder, Emil (1904): *Das Problem der Kreditversicherung*, Leipzig.
- Hillen, Karl-Heinz (2011): Von Basel II zu Basel III: Offenlegungsanforderungen der Bankenaufsicht, in: Hofmann (Hrsg.), S. 521-556.
- Hirschmann, Stefan/Romeike, Frank (Hrsg., 2005): *Kreditversicherungen*, Köln.
- Hofmann, Gerhard (Hrsg., 2011): *Basel III und MaRisk – Regulatorische Vorgaben, bankinterne Verfahren, Risikomanagement*, Frankfurt/M.
- Hölscher, Reinhold (2010): *Investition, Finanzierung und Steuern*, München.
- Hollenders, Christoph (1985): *Die Bereichsausnahme für Versicherungen nach § 102 GWB*, Baden-Baden (zugl.: Tübingen, Univ., Diss. iur., 1984).

- Holst, Jonny (2001): Management finanzieller Risiken – Risikomanagement im Finanzbereich, in: Götze/Henselmann/Mikus (Hrsg.), S. 129-157.
- Hommel, Ulrich/Schmittat, Johannes/Petersen, Markus/Altenkirch, Georg F. (2005): Verbriefung von Handelsforderungen als Finanzierungsinstrument für den Mittelstand – Quantifizierung der Effekte einer Gewerbesteuerbefreiung, in: Finanz Betrieb, 7. Jg., S. 389-398.
- Horat, Robert (2003): Kreditderivate – Variantenreiche Finanzierungsinstrumente mit Potential für die Praxis, in: Der Schweizer Treuhänder, 77. Jg., S. 969-976.
- Horsch, Andreas (1998): Versichertenschutzfonds in der deutschen Assekuranz – Möglichkeiten und Grenzen ihres Einsatzes in der Kfz-Haftpflicht- und Lebensversicherung, Wiesbaden (zugl.: Bochum, Univ., Diss., 1998).
- Horsch, Andreas (2006): Rating in der Versicherungswirtschaft – eine ökonomische Analyse, Karlsruhe.
- Horsch, Andreas (2008): Rating und Regulierung – Ökonomische Analyse der Prozesse, Strukturen und Regeln der Märkte für Ratings, Baden-Baden (zugl.: Bochum, Univ., Habil., 2007).
- Horsch, Andreas (2009): Finanzierungstheorie in der Krise, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 38. Jg., S. 612-616.
- Horsch, Andreas/Bonn, Joachim (2009): Wertorientiertes Finanzmanagement, in: Steffens, Udo/Gerhard, Markus (Hrsg.): Kompendium Management in Banking & Finance, 2 Bde., Bd. 1: Grundlagen und strategische Positionierung, 7. Aufl., Frankfurt/M., S. 197-288.
- Horsch, Andreas/Meinhövel, Harald/Paul, Stephan (Hrsg., 2005): Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre, München.
- Horsch, Andreas/Paul, Stephan/Rudolph, Bernd (2011): Finanzmanagement, in: Busse von Colbe et al. (Hrsg.), S. 385-434.
- Horsch, Andreas/Pelkofer, Stefan (2011): Auswirkungen von Basel III auf das NPL-Management von Banken – Regulatorische Steuerungsanreize für einen Verkauf notleidender Kredite, in: ÖBA – Bank Archiv, 59. Jg., S. 727-736.
- Horsch, Andreas/Schölisch, Dietmar/Sturm, Stefan (2003): Stress-Test: Regulierung der Kapitalanlagen von Lebensversicherungsunternehmen, in: Finanz Betrieb, 5. Jg., S. 850-858.
- Horsch, Andreas/Schulte, Michael (2010): Wertorientierte Banksteuerung II: Risikomanagement, 4. Aufl., Frankfurt/M.
- Horsch, Andreas/Sturm, Stefan (2007): Disintermediation durch Mikroanleihen, in: Kredit und Kapital, 40. Jg., S. 265-315.
- Huerta de Soto, Jesús (2003): Solvency II – ein fataler Irrtum, in: Versicherungswirtschaft, 63. Jg., S. 1436-1438.
- Huerta de Soto, Jesús (2008): The Austrian School – Market Order and Entrepreneurial Creativity, Cheltenham/Northampton.
- Hull, John C. (2009): Optionen, Futures und andere Derivate, 7. Aufl., München et al.
- Hull, John C. (2010): Risk Management and Financial Institutions, 2. Aufl., Boston et al. [dt.: Risikomanagement – Banken, Versicherungen und andere Finanzinstitutionen, 2. Aufl., München et al.].

- Hulle, Karel van (2011): Der Endspurt zu Solvency II, Vortrag auf der Informationsveranstaltung "Solvency II – Aktuelle Entwicklungen" der BaFin am 13.10.2011 in Bonn, abrufbar unter: [http://www.bafin.de/cln\\_161/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/VersichererUndPensionsfonds/Solvency\\_\\_II/infoveranstaltung\\_\\_111013/vortrag\\_\\_vanhulle,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/vortrag\\_vanhulle.pdf](http://www.bafin.de/cln_161/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/VersichererUndPensionsfonds/Solvency__II/infoveranstaltung__111013/vortrag__vanhulle,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/vortrag_vanhulle.pdf).
- Illing, Gerhard (2010): Geld- und Fiskalpolitik in der Wirtschaftskrise, in: ifo Schnelldienst, 63. Jg., Nr. 7, S. 10-16.
- International Factors Chain (2011): Total Factoring Volume by Country in the last 7 years, <http://www.factors-chain.com/about-fci/statistics/total-factoring-volume-by-country-last-7-years>.
- ISDA – International Swaps and Derivatives Association (2010): Summaries of Market Survey Results, <http://www.isda.org/statistics/recent.html>.
- Isern, Werner (1984): Die Versicherung von Krediten als Instrument kreditsspezifischer Risikovorsorge im Aktivgeschäft der Banken, Frankfurt/M. et al.
- Jackson, Ken/Kreinin, Alex/Zhang, Wanhe (2010): Fast Valuation of Forward-Starting Basket Default Swaps, in: International Journal of Theoretical and Applied Finance, Vol. 13, S. 195-209.
- James, Christopher (1988): The Use of Loan Sales and Standby Letters of Credit by Commercial Banks, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 22, S. 395-422.
- Jobst, Andreas A. (2002): Collateralised Loan Obligations (CLOs) – A Primer, o.O. (Frankfurt a.M./London) (abrufbar unter: [http://www.securitization.net/pdf/fmg\\_clo\\_100102.pdf](http://www.securitization.net/pdf/fmg_clo_100102.pdf)).
- Johanning, Lutz (2009): Strategisches Risikomanagement, in: Schäfer et al. (Hrsg.), S. 459-471.
- Jones, Peter M. (2010): Trade Credit Insurance, Primer Series on Insurance, Issue 15, The World Bank, Washington, D.C.
- Jürgens, Ulrich/Rabe, Birgit/Rabe, Thomas (1993): Der europäische Versicherungsmarkt, Bonn.
- Junke, Arno (2010): Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Rückversicherung, in: Hamburger Gesellschaft (Hrsg.), S. 21-37.
- Kaen, Fred R. (2005): Risk Management, Corporate Governance and the Public Corporation, in: Frenkel/Hommel/Rudolf (eds.), S. 423-436.
- Kageneck, Wolfgang v. (1991): Hermes-Deckungen – Entschädigung im Schadensfall und bei Umschuldung, Heidelberg.
- Kaltofen, Daniel (2006): Kredit- und Eigenkapitalmanagement im Retailportfolio, Frankfurt/M. (zugl.: Bochum, Univ., Diss., 2006).
- Kalveram, Hans (1924): Delkredere- und Kautionsversicherung, in: ZfB – Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1. Jg., S. 305-315.
- Kane, Edward J. (2007): Basel II: A Contracting Perspective, in: Journal of Financial Services Research, Vol. 32, S. 39-53.

- Karrer, Hans (1957): *Elements of Credit Insurance*, London.
- Kerle, Philipp (2004): Kreditversicherung – künftige Entwicklungen, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 57. Jg., S. 29-33.
- Kern, Marco (2003): *Kreditderivate – Chancen auf dem Markt für Bonitätsrisiken*, Wiesbaden.
- Kern, Marco (2008): *Kapitalmarktorientierter Kreditrisikotransfer – Eine Analyse am Beispiel deutscher Genossenschaftsbanken*, Wiesbaden (zugl.: Rostock, Univ., Diss., 2008).
- KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau (2011): *Europäischer Verbriefungsmarkt*, [http://www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Kreditverbriefung/Europaeischer\\_Verbiefungsmarkt/index.jsp](http://www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Kreditverbriefung/Europaeischer_Verbiefungsmarkt/index.jsp).
- Kidwell, David S./Sorensen, Eric H./Wachowicz Jr., John M. (1987): Estimating the Signaling Benefits of Debt Insurance: The Case of Municipal Bonds, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 22, S. 299-313.
- Kienbaum, Jochen/Börner, Christoph J. (Hrsg.; 2003): *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, Wiesbaden.
- Kiff, John/Elliott, Jennifer/Kazarian, Elias/Scarлата, Jodi/Spackman, Carlyne (2009): *Credit Derivatives: Systemic Risks and Policy Options*, IMF Working Paper 09/254, Washington, D.C. (abrufbar unter: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09254.pdf>).
- Kirzner, Israel M. (1978): *The Perils of Regulation: A Market-Process Approach*, Issues on the Economy, Law and Economics Center, University of Miami.
- Kirzner, Israel M. (1982): *Uncertainty, Discovery, and Human Action: A Study of the Entrepreneurial Profile in the Misesian System*, in: Kirzner, Israel M. (ed.): *Method, Process and Austrian Economics – Essays in Honor of Ludwig von Mises*, Lexington (Mass.)/Toronto, S. 139-159.
- Kirzner, Israel M. (1997): *How Markets Work: Disequilibrium, Entrepreneurship and Discovery*, IEA Hobart Paper 133, London.
- Klaffke, Martin (2009): *Strategisches Management von Personalrisiken*, Wiesbaden.
- Klein, Dietmar K. R. (2008): *Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten – Ursachen, Auswirkungen und Lehren*, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 61. Jg., S. 81-85.
- Kleinaltenkamp, Michael (2000): *Einführung in das Business-to-Business-Marketing*, in: Kleinaltenkamp, Michael/Plinke, Wulff (Hrsg.): *Technischer Vertrieb – Grundlagen des Business-to-Business-Marketing*, 2. Aufl., Berlin et al., S. 171-247.
- Klement, Jochen: *Kreditrisikohandel, Basel II und interne Märkte in Banken*, Wiesbaden.
- Klingeler, Rainer/Koll, Matthias (2010): *Komplementäre Sichtweisen – Risikomodellierung vs. Szenariobetrachtung*, in: *Die Bank*, o. Jg., Nr. 5, S. 74-77.
- Knauth, Klaus-Wilhelm/Schubert, Thomas (2003): *Versicherungsaufsicht vor Paradigmenwechsel*, in: *Versicherungswirtschaft*, 58. Jg., S. 902-907.
- Knauth, Klaus-Wilhelm/Welzel, Hans-Joachim (1993): *Finanzkonglomerate im Aufsichtsvision*, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 46. Jg., S. 30-32.
- Knight, Frank (1921): *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston.
- Knobloch, Alois Paul (2005): *Value at Risk: Regulatory and Other Applications, Methods, and Criticism*, in: Frenkel/Hommel/Rudolf (eds.), S. 99-124.

- Koalitionsvertrag (2009): Wachstum. Bildung. Zusammenhalt. Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und FDP, 17. Legislaturperiode, beschlossen und unterzeichnet am 26.10.2009 in Berlin.
- Koch, Beat (2009): Einbettung des Credit Management in die Unternehmensorganisation, in: Erben/Hirschmann (Hrsg.), S. 71-97.
- Koch, Robert (2005): Die Vertrauensschadenversicherung in ihrer aktuellen Erscheinungsform, in: Versicherungsrecht, 56. Jg., S. 1192-1210.
- Koch, Robert (2006): Die Vertrauensschadenversicherung, Karlsruhe.
- Kossen, Klaus C. (1996): Die Kautionsversicherung, Frankfurt am Main.
- Kothari, Vinod (2006): Securitization – The Financial Instrument of the Future, Singapore et al. (Wiley).
- KPMG/European Commission (2002): Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision, May 2002, Brussels.
- Krahen, Jan P. (2005): Der Handel von Kreditrisiken: Eine neue Dimension des Kapitalmarktes, in: PWP – Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 6. Bd., S. 499-519.
- Kräussl, Roman (2003): Sovereign Risk, Credit Ratings and the Recent Financial Crisis in Emerging Markets, Frankfurt/M.
- Krauß, Karl-Hermann (1970): Die Kreditversicherung aus der Sicht der Kreditinstitute, Diss., Hamburg.
- Krinsman, Allan N. (2007): Subprime Mortgage Meltdown: How Did It Happen and How Will It End?, in: Journal of Structured Finance, Vol. 13, No. 2, S. 13-19.
- Krüger, Hans (1917): Kreditversicherung, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 17. Jg., S. 624-647.
- Kupiec, Paul/Nickerson, David (2005): Insurers are not Banks: Assessing Liquidity, Efficiency and Solvency Risk under Alternative Approaches to Capital Adequacy, in: The Geneva Papers on Risk and Insurance, Vol. 30, S. 498-521.
- Kupsch, Peter (1995): Risikomanagement, in: Corsten, Hans/Reiß, Michael (Hrsg.): Handbuch Unternehmensführung, Wiesbaden, S. 529-543.
- Lai, Van Son/Soumaré, Issouf (2010): Risk-Based Capital and Credit Insurance Portfolios, in: Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol. 19, No. 1, S. 21-45.
- Landwehr, Götz (1976): Johann Georg Büschs Plan einer Kreditversicherung von 1769, in: Baumann, Horst (Hrsg.): Festschrift für Karl Sieg, S. 325-344.
- Lange, Bernd (1984): Die Erfahrungskurve: Eine kritische Beurteilung, in: zfbf – Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 36. Jg., S. 229-245.
- Laubrecht, Kristina/Heller, Sandra (2007): Der syndizierte Kredit, in: Hockmann, Heinz-Josef/Thießen, Friedrich (Hrsg.): Investment Banking, 2. Auflage, Stuttgart, S. 310-328.
- Lautenbach, Wilhelm (1926): Die Export-Kreditversicherung als volkswirtschaftliches Problem, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 26. Jg., S. 148-159.

- Leland, Hayne E./Pyle, David H. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, in: *Journal of Finance*, Vol. 32, S. 371-387.
- Lees, Dennis S./Rice, Robert G. (1965): Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care: Comment, in: *American Economic Review*, Vol. 55, S. 140-154.
- Lennartz, Kurt (2005): Kreditprüfung und Kreditentscheidung, in: Hirschmann/Romeike (Hrsg.), S. 37-55.
- Lenz, Hugo Michael (1990): Die Hermes-Deckung, in: *Der Betrieb*, 43. Jg., Beilage Der Betrieb Spezial, Nr. 14, S. 17-20.
- Liebig, Eugen von (1905): Beiträge und Vorschläge zum Problem der Kreditversicherung, Berlin.
- Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, Wiesbaden.
- Link, Rainer (1993): Aktienmarketing und Investor Relations – Neue Begriffe im Rahmen der Eigenkapitalbeschaffung deutscher Publikumsgesellschaften, in: Boening, Dieter / Hockmann, Heinz J. (Hrsg.): *Bank- und Finanzmanagement*, FS Süchting, Wiesbaden, S. 193-222.
- Lippmann, Ingo (2008): Strukturierte Finanzierungen, in: Brost, Heike/Dahmen, Andreas/Lippmann, Ingo: *Corporate Banking*, 6. Aufl., Frankfurt/M.
- Locarek-Junge, Hermann/Hengmith, Lars: Quantifizierung des operationellen Risikos – die Quadratur des Kreises?, in: Burkhardt, Thomas/Körnert, Jan/Walther, Ursula (Hrsg.): *Banken, Finanzierung und Unternehmensführung*, FS Lohmann, S. 233-248.
- Lopez, Jose A. (2008): What Is Liquidity Risk?, FRB San Francisco Economic Letter, No. 2008-33, San Francisco.
- Luz, Günther/Maaß, Marlon (2011): Der aufsichtlicher Überprüfungsprozess auf der Grundlage des Baseler Regelwerks, in: Hofmann (Hrsg.), S. 399-432.
- Macharzina, Klaus/Wolf, Joachim (2008): *Unternehmensführung*, 6. Aufl., Wiesbaden.
- Mahr, Werner (1970): *Einführung in die Versicherungswirtschaft*, 3. Aufl., Berlin.
- Manes, Alfred (1924): *Versicherungswesen*, 4. Aufl., Leipzig et al.
- Mantzavinos, Chris/North, Douglass C./Shariq, Syed (2004): Learning, Institutions, and Economic Performance, in: *Perspectives on Politics*, Vol. 2, No. 1, S. 75-84.
- Markowitz, Harry M. (1952): Portfolio Selection, in: *Journal of Finance*, Vol. 7, S. 77-91.
- Markowitz, Harry M. (1991): Foundations of Portfolio Theory, in: *Journal of Finance*, Vol. 46, S. 469-477.
- Maßmann, Erich (1928a): *Die Kreditversicherung*, Berlin.
- Maßmann, Erich (1928b): Die Kreditversicherung in juristischer Betrachtung, in: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 28. Jg., S. 243-260.
- Mayer, Christopher/Pence, Karen/Sherlund, Shane M. (2009): The Rise in Mortgage Defaults, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, S. 27-50.
- McCauley, Robert N./McGuire, Patrick (2009): Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging, in: *BIS Quarterly Review*, December, S. 85-93.

- Meissmer, Volker (2010), Verbriefung von Handelsforderungen – oder wie eine intelligente Finanzierungsform unter die Mühlsteine von CRD und Basel III gerät, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 63. Jg., S. 1033-1035.
- Mengle, David (2007): Credit Derivates: An Overview, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 4<sup>th</sup> Quarter, S. 1-24.
- Meurer, Ralf (2011a): Pressestatement zur Pressekonferenz der privaten Kreditversicherer am 15.12.2011 in Köln, [http://www.gdv.de/Downloads/Veranstaltungen\\_2011/PK\\_Kreditversicherung\\_2011\\_Pressestatement\\_Meurer.pdf](http://www.gdv.de/Downloads/Veranstaltungen_2011/PK_Kreditversicherung_2011_Pressestatement_Meurer.pdf).
- Meurer, Ralf (2011b): Präsentations-Charts zur Pressekonferenz der privaten Kreditversicherer am 15.12.2011 in Köln, [http://www.gdv.de/Downloads/Veranstaltungen\\_2011/PK\\_Kreditversicherung\\_2011\\_Charts\\_Meurer.pdf](http://www.gdv.de/Downloads/Veranstaltungen_2011/PK_Kreditversicherung_2011_Charts_Meurer.pdf).
- Meyer, Bernd H. (1997): Die Kreditversicherung, 4. Auflage, Frankfurt am Main.
- Meyer, Lothar (2010): Hat die Assekuranz zur Finanzkrise beigetragen oder war sie lediglich nur Opfer?, in: Hamburger Gesellschaft (Hrsg.), S. 39-51.
- Meyer zu Selhausen, Hermann (2009): Quantitative Risikomodelle verstellen den Blick für die Palette der Risikoursachen – auch das zeigt die globale Kreditkrise, in: Schäfer et al. (Hrsg.), S. 495-506.
- Mikus, Barbara (2001): Risiken und Risikomanagement – ein Überblick, in: Götze / Henselmann / Mikus (Hrsg.): Risikomanagement, S. 3-28.
- Mises, Ludwig von (1949): Human Action, New Haven.
- Möller, Hans (1959): Kreditversicherung, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Bd. 6, Stuttgart/Tübingen/Göttingen, S. 344-348.
- Möller, Hans (1985): Wettbewerb auf den Versicherungsmärkten aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 85. Jg., S. 168-199.
- Molt, Walther (1913): Der Kreditversicherungsvertrag, Stuttgart.
- Moore, Frank et al. (2002): Bond Insurance as a Form of Credit Enhancement in California's Municipal Bond Market, California Debt and Investment Advisory Commission, Report CDIAAC 02-1, Sacramento.
- Mudrack, Olaf (1993): Zur Mehrfachbelegung der Eigenmittel in Finanzkonglomeraten, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 46. Jg., S. 560-563.
- Müller, Helmut (1995a): Ist eine Vereinheitlichung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für Versicherungs- und Kreditinstitute zweckmäßig?, in: Süchting, Joachim (Hrsg.): Semesterbericht des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft, Nr. 41, WS 1994/95, Bochum, S. 67-71.
- Müller, Helmut (1995b): Versicherungsbinnenmarkt – Die europäische Integration im Versicherungswesen, München (zugl.: Münster/Westf., Univ., Diss., 1995).
- Müller, Helmut (1996): Erste Überlegungen zu einer Neuordnung der europäischen Solvabilitätsanforderungen an Versicherungsunternehmen, in: Versicherungswirtschaft, 51. Jg., S. 358-364.

- Müller, Helmut (2001): Materielle Versicherungsaufsicht – Eine Standortbestimmung, in: Ders. et al. (Hrsg.), S. 155-167.
- Müller, Helmut (2003): Finanzaufsicht im Versicherungswesen, Karlsruhe.
- Müller, Helmut (2004): Vom Sinn der Solvabilitätsvorschriften, in: ZfV – Zeitschrift für Versicherungswesen, 55. Jg., S. 723-728 (Teil 1), S. 764-767 (Teil 2).
- Müller, Helmut (2006): Rechtliche Grundlagen des Europäischen Versicherungsbinnenmarktes, Hamburg.
- Müller, Helmut/Golz, Joachim-Friedrich/Washausen-Richter, Elke/Trommeshauser, Michael (Hrsg., 2001): 100 Jahre materielle Versicherungsaufsicht in Deutschland, 2 Bde., Bonn.
- Müller, Ulrich (2001): Deregulierung der deutschen Versicherungswirtschaft und das Verhalten der Unternehmen, Berlin.
- Müller, Wolfgang (1994): Informationsökonomische Grundlagen und empirische Überprüfung eines Beschreibungsmodells für Versicherungsprodukte, in: Schwebler et al. (Hrsg.), S. 363-379.
- Müller, Wolfgang (1995): Informationsprodukte, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 65. Jg., S. 1017-1044.
- Müller-Gruppe – Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten der Europäischen Union (1997): Solvabilität der Versicherungsunternehmen, o. O.
- Mullineux, Andrew (2008): British banking regulation and supervision: between a rock and a hard place, in: International Economics and Economic Policy, Vol. 4, S. 363-370.
- Nadiri, M. Ishaq (1969): The Determinants of Trade Credit in the US Total Manufacturing Sector, in: Econometrica, Vol. 37, S. 408-423.
- Naim, Kinga/Zeranski, Stefan (2011): Basel III, MaRisk und Liquiditätsrisiken in Banken, in: Hofmann (Hrsg.), S. 487-518.
- Nanda, Vikram/Singh, Rajdeep (2004): Bond Insurance: What Is Special About Munis?, in: Journal of Finance, Vol. 59, S. 2253-2279.
- Nelli, Humbert O. (1972): The Earliest Insurance Contract – A New Discovery, in: Journal of Risk and Insurance, Vol. 39, S. 215-220.
- Neuberger, Doris (1998): Mikroökonomik der Bank – eine industrieökonomische Perspektive, München.
- Neuhaus, Gloria D. (1994): Konsolidierte Fassung des VAG, des VVG, des EGVVG und des PflVG auf der Grundlage des Dritten Durchführungsgesetzes/EWG zum VAG und des Versicherungsbilanzrichtlinie-Gesetzes – Eine Einführung, Karlsruhe.
- Nguyen, Tristan (2008): Offenlegungspflichten von Versicherungsunternehmen gemäß der dritten Säule von Solvency II, in: Die Wirtschaftsprüfung, 61. Jg., S. 651-658.
- Nguyen, Tristan/Molinari, Robert D. (2009): Versicherungsaufsicht in Deutschland – Zur Notwendigkeit der Versicherungsregulierung in der Marktwirtschaft, Lahr.
- North, Douglass C. (1990): Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge et al.
- North, Douglass C. (2005): Understanding the Process of Economic Change, Princeton.

- O. V. (Gothaer, 2002a): Forderungen online versichern, [http://www.gothaer.de/de/zg/konzern/presse\\_/presse.htm](http://www.gothaer.de/de/zg/konzern/presse_/presse.htm).
- O. V. (Gothaer, 2002b): Kreditversicherer im Gothaer Konzern stellt Geschäftsbetrieb Ende des Jahres ein, [http://www.gothaer.de/app/notes/gothaer/presse.nsf/VWWeb01/DFA97F540C83EF\\_4AC1256BE4003B1CE0?OpenDocument](http://www.gothaer.de/app/notes/gothaer/presse.nsf/VWWeb01/DFA97F540C83EF_4AC1256BE4003B1CE0?OpenDocument).
- Oehler, Andreas/Unser, Matthias (2002): Finanzwirtschaftliches Risikomanagement, Berlin u. a.
- Ohl, Hanns-Peter (1994): Asset Backed Securities – Ein innovatives Instrument zur Finanzierung deutscher Unternehmen, Wiesbaden (zugl.: Darmstadt, TH, Diss., 1993).
- Osetrova, Anna (2007): Die Regulierung des Versicherungsmarktes unter besonderer Berücksichtigung der Solvabilitätsvorschriften, Karlsruhe (zugl.: Berlin, HU, Diss., 2006).
- Packer, Frank/Zhu, Haibin (2005): Vertragsbedingungen und Preisfindung bei Credit Default Swaps, BIZ-Quartalsbericht, März, S. 99-112.
- Paul, Selima/Wilson, Nick (2007): The Determinants of Trade Credit Demand: Survey Evidence and Empirical Analysis, in: Journal of Accounting – Business & Management, Vol. 14, S. 96-116.
- Paul, Stephan (1991): Zur Finanzierung über Asset Backed Securities, in: Süchting, Joachim (Hrsg.): Semesterbericht des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft, Nr. 34, Bochum, S. 21-32.
- Paul, Stephan (1994): Bankenintermediation und Verbriefung – Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?, Wiesbaden (Gabler; zugl.: Bochum, Univ., Diss., 1994).
- Paul, Stephan (2005): Unternehmerfunktionen und Wettbewerbsfähigkeit: Die zentrale Rolle von Ressourcen, Kompetenzen und Innovationen, in: Horsch/Meinhövel/Paul (Hrsg.), S. 157-175.
- Paul, Stephan (2008): Stabilisierungsgefahren durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz?, in: Wirtschaftsdienst, 88. Jg., S. 711-716.
- Paul, Stephan (2009): Finanzmarktkrise und Konsequenzen für die Bankenaufsicht, in: Baxmann, Ulf (Hrsg.): Risikomanagement der Kreditwirtschaft, Frankfurt/M., S. 97-128.
- Paul, Stephan (2011a): Umbruch der Bankenregulierung: Die Entwicklung des Baseler Regelwerks im Überblick, in: Hofmann (Hrsg.), S. 9-63.
- Paul, Stephan (2011b): Qualitative Bankenaufsicht in der Marktwirtschaft – Theoretische Einordnung und empirische Befunde, in: Hofmann (Hrsg.), S. 455-485.
- Paul, Stephan/Horsch, Andreas (2005): Evolutorische Ökonomik und Lehre von den Unternehmerfunktionen, in: Horsch, Andreas/Meinhövel, Harald/Paul, Stephan (Hrsg.): Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre, München, S. 137-156.
- PEIF – Pan European Insurance Forum/CEA – Insurers of Europe/CRO Forum/CFO Forum (2011): Joint industry letter to Michel Barnier, European Commissioner for Internal Market and Services, <http://www.cea.eu/uploads/Modules/Publications/Industry%20Letter%20to%20Commissioner%20Barnier.pdf>.
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas (2009): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Aufl., München.

- Persaud, Avinash (2004): Credit Derivatives, Insurance Companies and Liquidity Black Holes, in: The Geneva Papers on Risk and Insurance, Vol. 29, S. 300-312.
- Petersen, Adolf (1929): Versicherungsgeschäfte, Bankgeschäfte und Versicherungsaufsicht, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 29. Bd., S. 361-369.
- Petersen, Adolf (1930): Die Wirkungen eines Zahlungsverbots nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 30. Bd., S. 11-20.
- Petersen, Mitchell A./Rajan, Raghuram G. (1997): Trade Credit: Theories and Evidence, in: Review of Financial Studies, Vol. 10, S. 661-691.
- Petry, Markus/Erk, Alexander (2010): Solvenzanforderungen an Versicherer verzerren Wettbewerb mit Banken, in: Versicherungswirtschaft, 65. Jg., S. 596-598.
- Pfaue, Michael (2011): Verbriefung von Forderungsportfolien – Asset-Backed-Securities, in: Wolf, Birgit/Hill, Mark/Pfaue, Michael: Strukturierte Finanzierungen, 2. Aufl., Stuttgart, S. 211-248.
- Pfingsten, Andreas (2000): Die Kreditvergabe, in: v. Hagen/v. Stein (Hrsg.), S. 665-741.
- Pfingsten, Andreas (2009): Das Sub-Prime-Virus: Ursachen und Folgen der Finanzkrise, in: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, 78. Jg., Nr. 1, S. 14-24.
- Philipp, Fritz (1967): Risiko und Risikopolitik, Stuttgart.
- Picot, Arnold (1991): Ein neuer Ansatz zur Gestaltung der Leistungstiefe, in: zfbf – Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 43. Jg., S. 336-357.
- Pindyck, Robert S. / Rubinfeld, Daniel L. (2005): Mikroökonomie, 6. Auflage, München et al.
- Pintschovius, Karl von (1927): Die Kredit-Versicherung – Eine Einführung in das Wesen und die Bedeutung, sowie die Werbung von Kredit-Versicherungen, München.
- Pisar, Samuel (1970): Legal aspects of international factoring – an American concept goes abroad, in: Business Law, Vol. 25, S. 1505-1516.
- Pörschke, Frank (1991): Die private Ausfuhrkreditversicherung, Karlsruhe.
- Prätsch, Joachim/Schikorra, Uwe/Ludwig, Eberhard (2007): Finanzmanagement, 3. Aufl., Berlin et al.
- Prölss/Kollhosser/Bearbeiter (2005): Prölss – Versicherungsaufsichtsgesetz – mit Europäischem Gemeinschaftsrecht und Recht der Bundesländer, Kommentar, begr. von Erich Prölss, hrsg. von Helmut Kollhosser, bearb. von Joachim Kölschbach et al., 12. Aufl., München.
- Rabe, Thomas (1997): Liberalisierung und Deregulierung im Europäischen Binnenmarkt für Versicherungen, Berlin (zugl.: Köln, Univ., Diss., 1995).
- Raturi, Mayank/Schmolck, Björn (2000): SIGMA Nr.7: Kreditversicherung: Globalisierung und E-Business als Chancen der Zukunft, Zürich.
- Reckenfelderbäumer, Martin (2002): Die Lehre von den Unternehmerfunktionen als theoretische Grundlage der Integrativität und des Dienstleistungs-Management, in: Mühlbacher, Hans/Thelen, Eva (Hrsg.): Neue Entwicklungen im Dienstleistungsmarketing, Wiesbaden, S. 223-256.

- Rhodes, Tony (2009): *Syndicated Lending – Practice and Documentation*, 5. Aufl., London.
- Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (2010): *Neue Institutionenökonomik*, 4. Aufl., Tübingen.
- Ricken, Stephan (2007): *Kreditrisikotransfer europäischer Banken – Theoretische Begründungsansätze und ihre kapitalmarkttempirische Überprüfung anhand von Verbriefungstransaktionen*, Frankfurt/M. (zugl.: Bochum, Univ., Diss., 2007).
- Riegel, Robert (1930): Die Kreditversicherung in den Vereinigten Staaten von Amerika, in: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 30. Jg., S. 300-310.
- Rochet, Jean-Charles (2004): Rebalancing the Three Pillars of Basel II, in: *FRB of New York Economic Policy Review*, Vol. 33, September, S. 7-21.
- Rockel, Paul (1927): *Die Warenkreditversicherung*, Würzburg.
- Rogler, Silvia (2001): Management von Beschaffungs- und Absatzrisiken, in: Götze / Henselmann / Mikus (Hrsg.), S. 211-240.
- Rogler, Silvia (2002): *Risikomanagement im Industriebetrieb*, Wiesbaden.
- Rohde-Liebenau, Wolfram (1973): Spartentrennung als Organisationsprinzip der Versicherungsaufsicht, in: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 73. Jg., S. 509-527.
- Rolfes, Bernd/Schierenbeck, Henner (Hrsg., 2001): *Ausfallrisiken – Quantifizierung, Bepreisung und Steuerung*, Frankfurt/M.
- Roth, David (2009): Die Garantieerklärung der Bundesregierung: Juristisch unverbindlich – politisch bindend, in: *NJW – Neue Juristische Wochenschrift*, 62. Jg., S. 566-568.
- Roth, Michael (1994): „Too-Big-to-Fail“ and the Stability of the Banking System: Some Insights from Foreign Countries, in: *Business Economics*, Vol. 29, No. 4 (Oct), S. 43-49.
- Roubini, Nouriel (2006): The Unsustainability of the U.S. Twin Deficits, in: *Cato Journal*, Vol. 26, No. 2, S. 343-356.
- Roubini, Nouriel/Mihm, Stephen (2010): *Crisis Economics – A Crash Course in the Future of Finance*, London/New York et al.
- Ruddy, Noel/Mills, Simon/Davidson, Nigel (2006): *Salinger on Factoring*, 4. Aufl., London.
- Rudolph, Bernd (1982): Können die Banken ihre Kreditsicherheiten „vergessen“?, in: *Kredit und Kapital*, 15. Jg., S. 317-340.
- Rudolph, Bernd (1984): Kreditsicherheiten als Instrumente zur Umverteilung und Begrenzung von Kreditrisiken, in: *zfbf – Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 36. Jg., S. 16-43.
- Rudolph, Bernd (2005): Risikotransferinstrumente und Unternehmensfinanzierung, in: *zfbf – Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 57. Jg., S. 176-181.
- Rudolph, Bernd (2006): *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Tübingen.
- Rudolph, Bernd (2007): Kreditrisikotransfer – Abbau alter gegen Aufbau neuer Risiken?, in: *Kredit und Kapital*, 40. Jg., S. 1-16.
- Rudolph, Bernd (2008): Lehren aus den Ursachen und dem Verlauf der internationalen Finanzkrise, in: *zfbf – Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 60. Jg., S. 713-741.
- Rudolph, Bernd (2010): Bankregulierung nach der Finanzkrise, in: Grundmann et al. (Hrsg.), S. 2407-2425.

- Rudolph, Bernd (2011): Eigenkapitalanforderungen in der Bankregulierung, in: ZHR – Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 175. Jg., S. 284-318.
- Rudolph, Bernd/Hofmann, Bernd/Schaber, Albert/Schäfer, Klaus (2007): Kreditrisikotransfer – Moderne Instrumente und Methoden, Berlin/Heidelberg.
- Rudolph, Bernd/Schäfer, Klaus (2010): Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl., Heidelberg et al.
- Ruge, Thorsten (2001): Die Entwicklung des Versicherungsaufsichtsrechts bis zur Novelle von 1931, in: Müller et al. (Hrsg.), S. 27-37.
- Samuel, Dorit (2009): The Subprime Mortgage Crisis: Will New Regulation Help Avoid Future Financial Debacles?, in: Albany Government Law Review, Vol. 2, S. 217-258.
- Sarin, Rakesh K./Weber, Martin (1993): Risk-Value Models, in: European Journal of Operational Research, Vol. 70, S. 135-149.
- Saunders, Anthony/Allen, Linda (2002): Credit Risk Measurement – New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms, 2. Aufl., New York.
- Schäfer, Henry (2002): Unternehmensfinanzen. Grundzüge in Theorie und Management, 2. Aufl., Heidelberg et al.
- Schäfer, Henry (2005): Ein Finanzierungsinstrument zur Ertragsverbesserung – Kurzfristige Liquiditäts- und Debitorensteuerung mit Factoring, in: Betriebswirtschaftliche Blätter, 54. Jg., S. 216-219.
- Schäfer, Klaus/Burghof, Hans-Peter/Johanning, Lutz/Wagner, Hannes F./Rodt, Sabine (Hrsg., 2009): Risikomanagement und kapitalmarktorientierte Finanzierung – Festschrift zum 65. Geburtstag von Bernd Rudolph, Frankfurt/M.
- Scharff, Juliane (2009), Chronik der Weltfinanzkrise, in: iwH Halle (Hrsg.): Wirtschaft im Wandel 2009, Themenheft: Weltfinanzkrise, Halle, S. 5-7.
- Schauerte, Hartmut (2006): Die Bedeutung der Verbriefung für die mittelständische Wirtschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 59. Jg., S. 1019-1021.
- Scherer, Günter (1975): Schutz der Gläubiger- und Schuldnerinteressen in der Individualversicherung, Diss., Köln Univ.
- Schierenbeck, Henner/Lister, Michael/Kirmße, Stefan (2008): Ertragsorientiertes Bankmanagement, Bd. 2: Risiko-Controlling und integrierte Rendite-/Risikosteuerung, 9. Aufl., Wiesbaden.
- Schildbach, Jan (2010): Konsortialkredite: Unter Druck durch Finanzkrise und Rezession, Deutsche Bank Research – Aktuelle Grafik, o.O. (Frankfurt/M.).
- Schilmar, Boris/Breiteneicher, Jens/Wiedenhofer, Marco (2005): Veräußerung notleidender Kredite – Aktuelle rechtliche Aspekte bei Transaktionen von Non-Performing Loans, in: Der Betrieb, 58. Jg., S. 1367-1373.
- Schimmelpfeng, Wilhelm (1887): Das Problem der Credit-Versicherung, Berlin.
- Schlesinger, Georg (1926): Gegenwartsfragen der Kreditversicherung, Berlin.
- Schmidt, Christian/Laster, David (2006): SIGMA Nr.6: Kredit- und Kautionsversicherung: Instrumente zur Absicherung von Verpflichtungen, Zürich.

- Schmidt, Karsten (2008): Überschuldung und Insolvenzantragspflicht nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz, in: *Der Betrieb*, 61. Jg., S. 2467-2471.
- Schmidt, Reimer (1964): Spartenrennung – eine juristische Analyse, in: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 64. Jg., S. 265-280.
- Schmittat, Johannes E. (2007): *Asset Backed Securities-Die Verbriefung von Handelsforderungen als Finanzalternative für den großen Mittelstand*, Wiesbaden (zugl.: Oestrich-Winkel, EBS, Diss., 2007).
- Schnedelbach, Werner (1929): *Das Recht der Kreditversicherung*, Leipzig.
- Schneider, Dieter (1965): „Lernkurven“ und ihre Bedeutung für Produktionsplanung und Kostentheorie, in: *zfbf – Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 17. Jg., S. 501-515.
- Schneider, Dieter (1987): Mindestnormen zur Eigenkapitalausstattung als Beispiele un begründeter Kapitalmarktregulierung?, in: Ders. (Hrsg.), S. 85-108.
- Schneider, Dieter (1992): *Investition, Finanzierung und Besteuerung*, 7. Aufl., Wiesbaden.
- Schneider, Dieter (1995a): *Informations- und Entscheidungstheorie*, München/Wien.
- Schneider, Dieter (1995b): *Betriebswirtschaftslehre*, Bd. 1: Grundlagen, 2. Aufl., München/Wien.
- Schneider, Dieter (1997): *Betriebswirtschaftslehre*, Bd. 3: Theorie der Unternehmung, München/Wien.
- Schneider, Dieter (2001): *Betriebswirtschaftslehre*, Bd. 4: Geschichte und Methoden der Wirtschaftswissenschaft, München/Wien.
- Schneider, Dieter (2002a): Vorläufer Evolutorisch Ökonomik in der Mikroökonomie und Betriebswirtschaftslehre, in: Lehmann-Waffenschmidt, Marco (Hrsg.): *Studien zur Evolutorischen Ökonomik V*, Berlin, S. 155-185.
- Schneider, Dieter (2002b): Wettbewerbswidrige Regulierung durch Basel II, in: *BetriebsBerater*, 57. Jg., Beilage 3 zu Nr. 14 (Supplement Banken & Versicherungen), S. 2-11.
- Schneider, Dieter (2011): *Betriebswirtschaftslehre als Einzelwirtschaftslehre der Institutionen*, Wiesbaden.
- Schneider, Dieter (Hrsg., 1987): *Kapitalmarkt und Finanzierung*, Berlin.
- Schölisch, Dietmar (2006): *Integriertes Wert- und Risikomanagement von Lebensversicherungsunternehmen*, Lohmar/Köln (zugl.: Bochum, Univ., Diss., 2006).
- Schradin, Heinrich R. (2003): Entwicklung der Versicherungsaufsicht, in: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 92. Bd., S. 611-664.
- Schradin, Heinrich R. (2004): Versicherungsmanagement unter dem Einfluss von Solvency II und internationaler Rechnungslegung, in: *ÖBA – Bank Archiv*, 52. Jg., S. 906-916.
- Schröck, Gerhard/Steiner, Manfred (2005): Risk Management and Value Kreation in Banks, in: Frenkel/Hommel/Rudolf (Eds.), S. 53-78.
- Schubert, Thomas/Grießmann, Gundula (2004): Solvency II = Basel II + X, in: *Versicherungswirtschaft*, 59. Jg., S. 1399-1404.
- Schulenburg, J.-Matthias Graf von der (2005): *Versicherungsökonomik – Ein Leitfaden für Studium und Praxis*, Karlsruhe.

- Schulte, Michael (1994): Integration der Betriebskosten in das Risikomanagement von Kreditinstituten, Wiesbaden (zugl.: Bochum, Univ., Diss., 1993).
- Schumpeter, Joseph A. (1928): Unternehmer, in: Elster, Ludwig/Weber, Adolf/Wieser, Friedrich (Hrsg.): Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. 8, 4. Aufl., Jena, S. 476-487.
- Schwartz, Robert A. (1974): An Economic Model of Trade Credit, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 9, S. 643-657.
- Schwebler, Robert et al. (Hrsg.): Dieter Farny und die Versicherungswissenschaft, FS Farny, Karlsruhe.
- Scott, Kenneth E./Shultz, George P./Taylor, John B. (eds., 2009): Ending Government Bailouts as We Know Them, Stanford.
- Seibert, Ulrich (2010): Deutschland im Herbst – Erinnerungen an die Entstehung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes im Oktober 2008, in: Grundmann et al. (Hers.), S. 2525-2547.
- Sellon, Gordon H./van Nahmen, Deana (1988): The Securitization of Housing Finance, in: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Vol. 73, No. 7, S. 3-20.
- Sharma-Report – Conference of Insurance Supervisory Services of the Member States of the European Union (2002): Prudential Supervision of Insurance Undertakings, o. O.
- Shiller, Robert J. (2008): Finanzkrisen sind wie Kriege: Man kann sie nicht verhindern, Interview, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, Nr. 52, 28.12.2008, S. 40f.
- Shultz, George P. (2009): Make Failure Tolerable, in: Scott/Shultz/Taylor (eds.), S. 3-9.
- Sieg, Karl (1990): Forderungsversicherungen im Lichte des Aufsichts- und Vertragsrecht, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 79. Bd., S. 511-524.
- Siegmund, Uwe (2010): Sollte die Bundesbank nicht doch die deutschen Versicherungen regulieren?, in: ZfV – Zeitschrift für Versicherungswesen, 61. Jg., S. 547-551.
- Sievers, Maren (2009): Kreditderivate – Gestaltungsmöglichkeiten, bankenaufsichtsrechtliche Behandlung und der Handel mittelständischer Kreditrisiken, Baden-Baden (zugl.: Saarbrücken, Univ., Diss., 2009).
- Sigrist, Daniel (2011): Stresstesting von finanziellen Risikomodellen, in: Der Schweizer Treuhänder, 85. Jg., S. 950-952.
- Skogh, Göran (1989): The Transactions Cost Theory of Insurance: Contracting Impediments and Cost, in: Journal of Risk and Insurance, Vol. 56, S. 726-732.
- Skogh, Göran (1991): Insurance and the Institutional Economics of Financial Intermediation, in: Geneva Papers on Risk and Insurance, Vol. 16, S. 59-72.
- Smithson, Charles/Mengle, David (2006): The Promise of Credit Derivatives in Nonfinancial Corporations (and Why It's Failed to Materialize), in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 18, No. 4, S. 54-60.
- Sommerfeld, Holger (2001): Kreditderivate als Instrumente zur Steuerung des Kreditportfolios - Einsatzmöglichkeiten und Grenzen, in: Rolfes, Bernd/Schierenbeck, Henner (Hrsg.): Ausfallrisiken – Quantifizierung, Bepreisung und Steuerung, Frankfurt/M., S. 303-332.
- Sparkassen-Finanzgruppe Saar (2008): Washington Mutual keine Sparkasse im deutschen Sinne, Pressemitteilung, Saarbrücken, 26. September 2008, [http://www.sparkassen-finanzgruppe-saar.de/index.php?option=com\\_content&task=view&id=123&Itemid=2](http://www.sparkassen-finanzgruppe-saar.de/index.php?option=com_content&task=view&id=123&Itemid=2).

- Spremann, Klaus (2006): *Portfolio-Management*, 3. Aufl., München/Wien.
- Standard & Poor's (2006): *Bond Insurance Industry Overview And Analytical Focus*, <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245319408980>.
- Standard & Poor's (2007): *The S&P/Case-Shiller® U.S. National Home Price Index Posts a Record Annual Decline in the 3rd Quarter of 2007*, Press Release, New York, Nov 27, 2007.
- Steffen, Thomas (2004): *Versicherungsaufsicht im Umbruch*, Karlsruhe.
- Stolzenburg, Günther (1992): *Die staatliche Exportkreditversicherung*, 4. Auflage, Köln.
- Struffert, Ralf (2006): *Asset Backed Securities-Transaktionen und Kreditderivate nach IFRS und HGB*, Wiesbaden.
- Sturm, Stefan (2007): *Semiaktive Management-Strategien für Aktienportfolios*, Frankfurt/M. (zugl.: Bochum, Univ., Diss., 2006).
- Süchting, Joachim (1976): *Finanzmanagement*, Wiesbaden.
- Süchting, Joachim (1980): *Zum Finanzmarketing der Unternehmung*, in: Hahn, Dietger (Hrsg.): *Führungsprobleme industrieller Unternehmungen*, FS Thomée, Berlin/New York, S. 217-233.
- Süchting, Joachim (1986): *Finanzmarketing auf den Aktienmärkten*, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 39. Jg., S. 654-659.
- Süchting, Joachim (1994): *Zur Risikoposition von Banken und Versicherungen – auch ein Beitrag zur Diskussion ihrer Aufsichtssysteme*, in: Schwebler et al. (Hrsg.), S. 537-553.
- Süchting, Joachim (1995): *Finanzmanagement*, 6. Aufl., Wiesbaden.
- Süchting, Joachim (1998): *High-Tech oder High-Touch: Das Relationship Banking am Scheideweg?*, in: *ÖBA – Bank Archiv*, 46. Jg., S. 159-167.
- Süchting, Joachim/Paul, Stephan (1998): *Bankmanagement*, 4. Aufl., Stuttgart.
- Summe, Kimberly Anne (2009): *Lessons Learned from the Lehman Bankruptcy*, in: Scott/Shultz/Taylor (eds.), S. 59-105.
- Summers, Barbara/Wilson, Nicholas (2000): *Trade Credit Management and the Decision to Use Factoring: An Empirical Study*, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 27, S. 37-68.
- Summers, Barbara/Wilson, Nicholas (2003): *Trade Credit and Customer Relationships*, in: *Managerial and Decision Economics*, Vol. 24, S. 439-455.
- Takemura, Toshihiko/Kozu, Takashi (2009): *An Empirical Analysis on Individuals' Deposit-Withdrawal Behaviors Using Data Collected through a Web-Based Survey*, in: *Eurasian Journal of Business and Economics*, Vol. 2, No. 4, 27-41.
- Thießen, Friedrich (1996): *Covenants in Kreditverträgen: Alternative oder Ergänzung zum Insolvenzrecht?*, in: *ZBB – Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 8. Jg., S. 19-37.
- Tolkmitt, Volker (2007): *Neue Bankbetriebslehre*, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Trafkowski, Uwe (2009): *Kreditderivate und Versicherungsderivate als Risikotransferverträge*, Frankfurt/M. (zugl.: Bonn, Univ., Diss., 2007).

- Usslar, Ludolf von (2009): Effizienz staatlicher Förder- und Stabilisierungsmaßnahmen in der Finanz- und Wirtschaftskrise, in: *Wirtschaftsdienst*, 89. Jg., S. 385-392.
- Varain, Thomas (2010): Auswirkungen der Finanzkrise auf die Versicherungswirtschaft, in: *Hamburger Gesellschaft* (Hrsg.), S. 5-20.
- Varian, Hal. R./Buchegger, Reiner (2007): *Grundzüge der Mikroökonomik*, 7. Aufl., München/Wien.
- Voeth, Markus/Herbst, Uta/Kupp, Martin (2011): Marketing, in: *Busse von Colbe et al.* (Hrsg.), S. 109-141.
- Volkart, Rudolf (2008): *Corporate Finance*, 4. Aufl., Zürich.
- Wandel, Eckard (1998): *Banken und Versicherungen im 19. und 20. Jahrhundert*, München.
- Wandt, Manfred (2007): Solvency II: Wird die Aufsicht zum "Mitunternehmer"?, in: *Versicherungswirtschaft*, 62. Jg., S. 473-476.
- Warning, Susanne/Welzel, Peter (2011): Industrieökonomik, in: *Busse von Colbe et al.* (Hrsg.), S. 48-84.
- Waschbusch, Gerd (1998): Asset Backed Securities – eine moderne Form der Unternehmensfinanzierung, in: *ZBB – Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 10. Jg., S. 408-419.
- Waschbusch, Gerd/Kreis, Nina/Dienes, Dominik (2011): Kredithandel: (K)eine Marktbelebung durch Basel III in Sicht?, in: *FLF – Finanzierung, Leasing, Factoring*, 58. Jg., S. 257-262.
- Watterson, Paul N. jr. (2005): The Evolution of the CDO Squared, in: *Journal of Structured Finance*, Vol. 11, No. 1, S. 6-12.
- Weber, Nicolas (2006): *Private-Equity-Investments in Buy Outs von Konzerneinheiten*, Frankfurt/M. (zugl.: Bochum, Univ., Diss., 2006).
- Weede, Erich (2009): Die Finanzmarktkrise als Legitimitätskrise des Kapitalismus: Überlegungen zu (allzu) menschlichem Handeln in Wirtschaft und Politik, in: *ORDO*, 60. Bd., S. 267-287.
- Wehling, Axel/Treber, Götz (2008): VAG-Novelle 2007: Positive Effekte für den deutschen Versicherungsstandort – Ein Überblick im Vorgriff auf Solvency II, in: *Versicherungswirtschaft*, 63. Jg., S. 178-183.
- Weichs, Clemens von (2010): Belastet die Finanzkrise das versicherungstechnische Ergebnis der Gesellschaften und ist speziell die Sparte Kredit besonders gefährdet?, in: *Hamburger Gesellschaft* (Hrsg.), S. 65-77.
- Weizsäcker, Carl Christian von (1980): *Barriers to Entry*, Berlin/Heidelberg/New York.
- Weizsäcker, Carl Christian von (1987): Inwieweit ist es notwendig, Kapitalmärkte zu regulieren?, in: *Schneider* (Hrsg.), S. 70-83.
- Wessel, Magdalena (2011): „KWG light“: Zwei Jahre Aufsicht über Factoring-Unternehmen, in: *FLF – Finanzierung, Leasing, Factoring*, 58. Jg., S. 128-130.
- Wheelock, David C. (2008): The Federal Response to Home Mortgage Distress: Lessons from the Great Depression, in: *FRB of St. Louis Review*, Vol. 90, May/June (No. 3, Part 1), S. 133-148.

- Wick, Hansjochim von/Feldmann, Dieter (1997): Kredit- und Kautionsversicherung – Stand und neuere Entwicklungen, in: *Versicherungswirtschaft*, 52. Jg., S. 1132-1137 (Teil I), S. 1212-1216 (Teil II), S. 1287-1293 (Teil III).
- Wick, Hansjochim von/Feldmann, Dieter (1998): *Neue Rahmenbedingungen für die Kredit- und Kautionsversicherung*, Karlsruhe.
- Wiedemann, Arnd (2008): *Risikotriade – Zins-, Kredit- und operationelle Risiken*, 2. Aufl., Frankfurt/M.
- Wieland, Claus (2003): *Factoring – Hintergründe und aktuelle Entwicklungen*, in: Kienbaum, Jochen/Börner, Christoph J. (Hrsg.): *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, Wiesbaden, S. 215-228.
- Williamson, Oliver E. (1988): *The Logics of Economic Organization*, in: *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 4, S. 65-93.
- Wilner, Benjamin S. (2000): *The Exploitation of Relationships in Financial Distress: The Case of Trade Credit*, in: *Journal of Finance*, Vol. 55, S. 153-178.
- Wilson, Thomas C. (2010): *Solvency II: A guarantee for a crisis-free future?*, in: *Hamburger Gesellschaft* (Hrsg.), S. 53-63.
- Wimmer, Konrad/Müller, Georg (2011): *Die neuen aufsichtsrechtlichen Regelungen – Basel III und MaRisk*, in: *FLF – Finanzierung, Leasing, Factoring*, 58. Jg., S. 263-267.
- Wittchen, Ingo (1995): *Die Warenkreditversicherung*, Karlsruhe (zugl.: Hamburg, Univ., Diss. iur., 1994).
- Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim (2009): *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*, 10. Aufl., München.
- Wolf, C. Leopold (1931): *Die Kreditversicherung im geltenden Recht*, Köln.
- Wolf, Klaus (2003): *Risikomanagement im Kontext der wertorientierten Unternehmensführung*, Wiesbaden (zugl.: Bayreuth, Univ., Diss., 2003).
- Wray, L. Randall (2007): *Lessons from the Subprime Meltdown*, The Levy Economics Institute, Working Paper No. 522, Annandale-on-Hudson.
- Yahn, Steve (2010): *A Window Reopens for Trade Credit Insurers*, in: *Risk and Insurance*, Vol. 21, May, S. 64f.
- Zahn, Andreas/Lemke, Rudolf (2002): *Die Credit Linked Note – Anleihe mit integriertem Kreditderivat*, in: *WM – Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 56. Jg., S. 1536-1544.
- Zantow, Roger/Dinauer, Josef (2011): *Finanzwirtschaft des Unternehmens – Die Grundlagen des modernen Finanzmanagements*, 3. Aufl., München et al.
- Zellner, Josef (2001): *Handhabung des Lieferantenkreditrisikos – Internes oder externes Kreditmanagement?*, Wiesbaden (zugl.: Freiberg, TU, Diss., 2000).
- Zimmerman, Thomas (2007): *The Great Subprime Meltdown of 2007*, in: *Journal of Structured Finance*, Vol. 13, No. 3, S. 7-20.

- Zocher, Herbert (1985): Kreditrisiko und Versicherung, in: Versicherungswirtschaft, 40. Jg., S. 218-222 (I), S. 289-294 (II), S. 354-358 (III).
- Zopfy, Konrad (1938): Probleme der Kreditüberwachung unter besonderer Berücksichtigung der Kreditversicherung, Berlin.
- Zweifel, Peter/Eisen, Roland (2003): Versicherungsökonomie, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg.

# Veröffentlichungen der Hamburger Gesellschaft zur Förderung des Versicherungswesens mbH

Bisher erschienen:

- 1 Prof. Dr. Norbert Horn  
Die Allgemeinen Feuerversicherungsbedingungen (AFB) und das AGB-Gesetz  
(*vergriffen*)
- 2 Der Versicherungsbedarf der deutschen Wirtschaft nach dem Jahr 2000  
Dokumentation eines Symposiums 1985, 10,20 €
- 3 Dr. Ralf Johannsen  
Haftpflichtversicherungsschutz gegen Umweltschäden durch Verunreinigung des Erdbodens und der Gewässer  
(*vergriffen*)
- 4 Prof. Dr. Attila Fenyves  
Die rechtliche Behandlung von Serienschäden in der Haftpflichtversicherung  
1988, 10,20 €
- 5 Dr. Friedrich Hosse und Wolfgang Poppelbaum  
Systemvergleich der privaten und der öffentlichen Gebäudeversicherung  
(*vergriffen*)
- 6 Prof. Dr. Hans Hölemann  
Der Brandbegriff im Versicherungswesen aus naturwissenschaftlicher und technischer Sicht  
(*vergriffen*)
- 7 Dr. Werner Pfennigstorf  
Regulierung und Deregulierung im Versicherungswesen der Vereinigten Staaten  
1989, 10,20 €
- 8 Prof. Dr. Ulrich Hübner  
Rechtsprobleme des Abrechnungsverkehrs in der Erstversicherung bei Einschaltung von Versicherungsmaklern  
1991, 10,20 €
- 9 Dr. Jürgen Kagelmacher  
Die Schadenfallkündigung im Versicherungsvertragsrecht  
1992, 10,20 €
- 10 Die Betriebsschadenklausel in der Feuerversicherung  
Dokumentation eines Symposiums 1990 (*vergriffen*)
- 11 Prof. Dr. Siegfried Schulze  
Die Entwicklung des Versicherungswesens und des Versicherungsrechts in der Sowjetischen Besatzungszone und in der Deutschen Demokratischen Republik  
1992, 10,20 €
- 12 Versicherung des Kriegsrisikos  
Dokumentation eines Symposiums 1992, 10,20 €
- 13 Beiträge über den Versicherungsmakler  
Ewald Lahno gewidmet  
1993, 10,20 €
- 14 Dr. Renate Köcher  
Wandel des gesellschaftlichen Umfelds der Versicherungswirtschaft  
1993, 10,50 €
- 15 Prof. Dr. Peter Albrecht  
Ansätze eines finanzwirtschaftlichen Portefeuille-Managements und ihre Bedeutung für Kapitalanlage- und Risikopolitik von Versicherungsunternehmen  
(*vergriffen*)
- 16 Prof. Dr. Helmut Bujard  
Zum Einfluß des gesamtwirtschaftlichen Strukturwandels auf die Schadenversicherung der Produktionsbereiche  
1997, 14,30 €
- 17 Die künftigen Risiken der Industrie: Ursachen und Ansätze zu ihrer Bewältigung  
Dokumentation eines Symposiums 1997, 17,90 €

- 18 Prof. Dr. Ulrich Hübner et al.  
Berufsregelung für Versicherungsvermittler in Deutschland  
1997, 18,50 €
- 19 Dr. Thomas Holzheu  
Die Belastung von Versicherungsdienstleistungen mit Verkehrssteuern  
1998, 17,80 €
- 20 Andrea Heß  
Financial Reinsurance  
1998, 18,- €
- 21 Dr. Erwin Eszler  
Versicherbarkeit und ihre Grenzen  
1999, 40,- €
- 22 Stefan Häusele  
„Standort Deutschland“ für Versicherungen  
Eine vergleichende Analyse ausgewählter europäischer Länder  
1999, 46,- €
- 23 Dr. Thomas Holzheu  
Die Einbeziehung der Schaden-/Unfallversicherung in das Umsatzsteuersystem  
2000, 18,50 €
- 24 Prof. Dr. Manfred Wandt  
Änderungsklauseln in Versicherungsverträgen  
2000, 29,80 €
- 25 Robert von Winter  
Risikomanagement und Interne Kontrollen beim Sachversicherer  
2001, 37,- €
- 26 Der Umgang mit den Risiken im Grenzbereich der Versicherbarkeit  
Dokumentation eines Symposiums  
2002, 16,- €
- 27 Prof. Dr. Thomas Hoeren,  
Prof. Dr. Gerald Spindler  
Versicherungen im Internet – Rechtliche Rahmenbedingungen  
2002, 44,- €
- 28 Dr. Gerd Umhau  
Vergütungssysteme der Versicherungsvermittlung im Wandel  
2003, 31,- €
- 29 Prof. Dr. Christian Armbrüster  
Das Alles-oder-nichts-Prinzip im Privatversicherungsrecht  
Zugleich ein Beitrag zur Reform des VVG  
2003, 22,90 €
- 30 Pflichtversicherung  
– Segnung oder Sündenfall –  
Dokumentation eines Symposiums  
2005, 32,- €
- 31 Dr. Andreas Horsch  
Rating in der Versicherungswirtschaft  
Eine ökonomische Analyse  
2006, 32,- €
- 32 Prof. Dr. Peter Reiff  
Versicherungsvermittlerrecht im Umbruch  
2006, 32,- €
- 33 Dr. Christian Thomann  
Terrorversicherung, Risikomanagement und Regulierung  
2007, 37,- €
- 34 Ethik in der Assekuranz  
Dokumentation eines Symposiums  
2008, 29,- €
- 35 Harald Krauß  
Die Vergütung des Versicherungsmaklers im Rahmen internationaler Entwicklungen  
2009, 29,- €
- 36 Fluch und Segen der Kapitalmärkte für die Versicherungswirtschaft  
Dokumentation eines Symposiums  
2010, 27,- €
- 37 Die Mehrfachaufsicht von Versicherungsunternehmen durch Aufsichtsrat, BaFin und Wirtschaftsprüfer  
– Duplizierung oder Ergänzung?  
Dokumentation eines Symposiums  
2011, 35,- €

Bestellungen sind zu richten an:

Verlag Versicherungswirtschaft GmbH  
Postfach 6469  
76044 Karlsruhe  
Klosestraße 20–24, 76137 Karlsruhe  
Telefax Vertrieb: 0721 3509-201  
E-Mail: [vertrieb@vww.de](mailto:vertrieb@vww.de)  
[www.vww.de](http://www.vww.de)

# HAMBURGER GESELLSCHAFT ZUR FÖRDERUNG DES VERSICHERUNGSWESENS MBH, HAMBURG

Die HGFV wurde 1982 mit einer Kapitalausstattung  
von 1 Mio. DM von Jauch & Hübener –  
heute Aon – errichtet.

Gegenstand der Gesellschaft ist die Förderung von Untersuchungen  
und wissenschaftlichen Arbeiten im Bereich  
des Versicherungswesens und des Risk Managements.

Neben der Organisation und  
Durchführung von Symposien mit prominenten  
Vertretern aus Wissenschaft und Wirtschaft dienen dazu auch  
das Unterstützen und Herausgeben von Publikationen.

Bisher fanden 8 Symposien statt; mehr als  
35 Publikationen zu den unterschiedlichsten Themen  
mit Bezug zum Versicherungswesen sind erschienen.  
Bei ihrer Arbeit wird die Gesellschaft durch einen Beirat  
unterstützt, dem namhafte Vertreter aus Versicherungswirtschaft,  
Dienstleistung, Industrie und Wissenschaft angehören.  
Der Beirat lenkt und überwacht die Vergabe  
der nicht interessengebundenen Aufträge.

#### Beiratsmitglieder:

Prof. Dr. Christian Armbrüster, Freie Universität Berlin  
Dr. Jörg Frhr. Frank von Fürstenwerth, GDV  
Dr. Hermann Jörissen, Allianz Global Corporate & Speciality  
Dr. Peter Klatt, Bavaria Wirtschaftsagentur  
Prof. Stefan Materne, Fachhochschule Köln  
Dr. Lothar Meyer, Bergisch-Gladbach (Vorsitzender des Beirats)  
Dr. Helmut Müller, Berlin  
Dr. Hans-Werner Rhein, Hamburg  
Prof. Dr. J.-Matthias Graf von der Schulenburg, Leibniz Universität Hannover  
Jan-Oliver Thofern, Aon Benfield  
Clemens Frhr. von Weichs, Allianz RE

Geschäftsführer:  
Ernst-Henning Heinsius

