Veröffentlichungen der
Hamburger Gesellschaft
zur Förderung des Versicherungswesens mbH, Hamburg

Andreas Horsch / Tanja Rathmann

Kreditrisikotransfer durch Kreditversicherung

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

vvw.de

Prof. Dr. Andreas Horsch / Tanja Rathmann

Kreditrisikotransfer durch Kreditversicherung

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

vvw.de

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 Autorenteams 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

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis IX

Abbildungsverzeichnis XI

Tabellenverzeichnis XII

1. Einleitung 1

1.1 Kreditversicherung als Handlungsopportunität auf Finanzmärkten 1

1.2 Gang der Analyse 4

2. Unternehmerisches Risikomanagement 7

2.1 Grundlagen des unternehmerischen Risikomanagements 7

2.1.1 Begriff des Risikos 7

2.1.2 Arten des Risikos 10

2.1.3 Risiko und Unternehmertum 16

2.1.3.1 Unternehmerisches Eingehen von Risiken 16

2.1.3.2 Messung und Steuerung von Risiken 21

2.2 Unternehmerische Kreditrisikonahme 31

2.2.1 Begriff des Kreditrisikos 31

2.2.2 Arten des Kreditrisikos 34

2.2.3 Kreditrisiko und Unternehmertum 37

2.2.3.1 Unternehmerisches Eingehen von Kreditrisiken 37

2.2.3.2 Messung von Kreditrisiken 43

2.2.3.3 Steuerung von Kreditrisiken 47

2.2.3.3.1 Steuerungsmöglichkeiten im Überblick 47

2.2.3.3.2 Steuerung durch Kreditrisikotransfer 49

2.2.3.3.3 Kreditrisikotransfer durch Kreditversicherung im Besonderen 53

3. Prozesse und Strukturen der Märkte für Kreditversicherung 57

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 unverbriefter Forderungen 73

3.1.3.2 Kreditversicherung unverbriefter grenzüberschreitender Forderungen durch Sonderinstitutionen 79

3.1.3.3 Kreditversicherung verbriefter 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

4. Kreditrisikotransfer, Finanzmarkt- und Weltwirtschaftkrise 143

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

5. Marktregeln für Kreditversicherungsunternehmen 169

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

6. Fazit 205

6.1 Zusammenfassung 205

6.2 Zukunftsperspektiven der Kreditversicherung 207

7. Anhang: Kurzprofile wichtiger Kreditversicherungsunternehmen 211

8. Literatur 221

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 Bankschuldverschreibunge 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 Handlungsopportunität 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[1]. Dass der Schuldner im Gegenzug vertraglich verspricht, einen zeitverzögerten Kapitaldienst 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“[2].

Da eine spätere Kapitaldienstleistung in einer unvollkommenen Welt ex definitione nicht sicher ist, *geht mit jeder Kreditbeziehung ein Kreditrisiko einher*[3]. 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 Freiberger 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.

1 Vgl. einführend DeMarzo (1994).

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

3 Vgl. stellvertretend Schneider (1987), S. 88. Vgl. prägnant auch Zopfy (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.“[4] 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[5]. 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[6]. Ebenso wie Risikotransfer nur eine Variante der Risikosteuerung ist, ist ein Kreditversicherungsvertrag nur eine Variante des Risikotransfers. Ein Anbieter von Kreditversicherungen konkurriert

---

[4] Franke (2000), S. 231.

[5] 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.

[6] 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.[7]

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[8].

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[9] oder aber auf andere Aspekte fokussiert[10] als eine umfassende ökonomische Analyse der zugehörigen Marktprozesse, -strukturen und -regeln. Insoweit schließt diese Arbeit eine zuletzt erkennbar gewordene Lücke in der wissenschaftlichen Literatur.

---

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

[8] Vgl. für einen ausführlichen Überblick Rudolph (2008); sowie Kapitel 4 dieser Arbeit.

[9] 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).

[10] 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[11]. 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[12]. 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-

---

[11] Vgl. Schneider (1995a), S. 19.

[12] 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[13]. 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[14]. 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[15].

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

---

[13] 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.

[14] 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.

[15] 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“[16]. 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[17]. 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[18].

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[19]. 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

---

[16] Schneider (1995b), S. 12 (im Original kursiv).

[17] Vgl. ebda., auch Schneider (1995a), S. 27.

[18] Vgl. stellvertretend Zweifel/Eisen (2003), S. 35f.

[19] Vgl. einführend Süchting (1995), S. 341-343.

vereinnahmten, in einem Risikodeckungsfonds akkumulierten Risikoprämien nicht übersteigen[20]. 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[21]. 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[22].

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-

---

[20] Vgl. Schulte (1994), S. 27.

[21] Vgl. grundlegend insbesondere zur Rolle der Wahrscheinlichkeitsverteilung Farny (2011), S. 25-30. Vgl. zudem Schulte (1994), S. 27f.

[22] 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[23]. 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“[24]. Werden Unsicherheiten dennoch als Risiken aufgefasst, und mittels (quantitativer) Methoden gemessen und gesteuert, ergibt sich hieraus eine erhebliche Fehlerquelle[25].

Wirklich (objektiv) fundamental wäre Unsicherheit allerdings nur dann zu nennen, wenn es nicht *menschen*möglich 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[26]. Häu-

---

[23] Vgl. explizit Knight (1921), S. 233, 245.

[24] Schneider (1987), S. 98.

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

[26] 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[27]: 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:

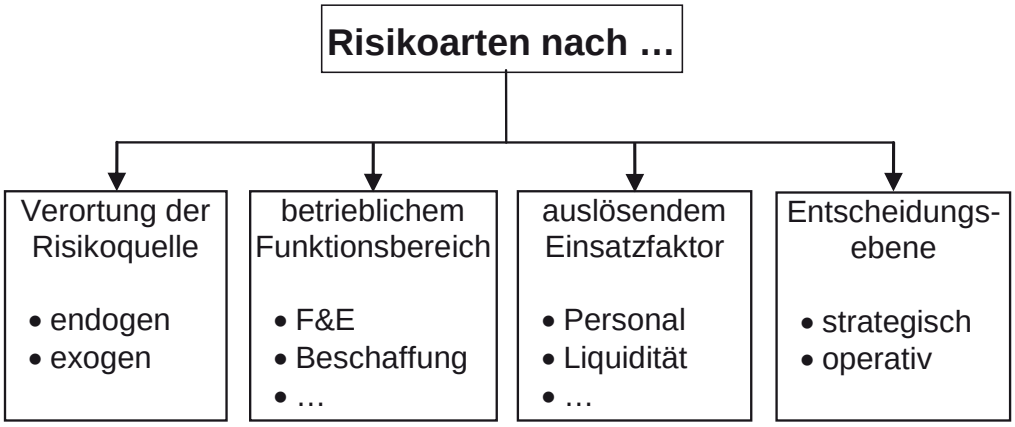

Abb. 1: Ausgewählte Systematisierungsansätze für Risikoarten

- 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[28]. 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 –

[27] Vgl. im Überblick auch Mikus (2001), S. 7-9

[28] 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[29]. 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.)[30].
    - 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)[31].
    - 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[32].
    - Absatzrisiken resultieren analog den Beschaffungsrisiken aus unerwarteten Veränderungen der Prozesse, Strukturen und Regeln der Absatzmärkte, also etwa einer Veränderung der

[29] Vgl. Philipp (1967), S. 32.
[30] Vgl. ausführlicher Rogler (2001), S. 213f.
[31] Vgl. Rogler (2002), S. 17.
[32] Vgl. Philipp (1967), S. 33.

Kundenpräferenzen oder der staatlichen Rahmenbedingungen auf einem Zielmarkt[33].

- 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[34].
- 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 Schuldnern, unerwarteten Wertpapier- oder Wechselkursänderungen oder knapper Liquidität niederschlagen[35].

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[36]. 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[37]. 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

---

[33] Vgl. ausführlicher Rogler (2001), S. 224f.

[34] Vgl. Klaffke (2009), S. 8.

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

[36] Vgl. Götze/Mikus (2007), S. 37.

[37] 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[38], 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[39]. *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[40], 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 Versicherungsversprechen oder einem Bankaval zur Sicherung einer dreimonatigen Zwischenfinanzierung) um solche von existentieller und damit strategischer Bedeutung handeln[41]. 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.

---

[38] Vgl. stellvertretend Schulte (1994), S. 28f.; Büschgen (1998), S. 869.

[39] Vgl. im Risikomanagementkontext einführend Johanning (2009), S. 461.

[40] Vgl. illustrierend auch Horsch/Schulte (2010), S. 43f.

[41] Zum Problem der auch im Zeitablauf veränderlichen Einordnung vgl. Johanning (2009), S. 463.