

DIE ESG-TRANSFORMATION

WAS KANN DER DERIVATE- HANDEL BEITRAGEN?

Den Instituten des Finanzsektors wird ein zentraler Beitrag zur Transformation der gesamten Wirtschaft in Richtung Nachhaltigkeit zugewiesen. In diesem Kontext sind in den letzten Jahren eine Vielzahl von Innovationen im Bereich der Kreditvergabe (z. B. ESG-linked Loans) und Mittelaufnahme (z. B. Green Bonds) entstanden. Wie ein Beitrag des Derivatehandels zur ESG-Transformation aussehen kann und welche Hindernisse es zu überwinden gilt, zeigt folgender Artikel.

Für Finanzierungs- und Anlageprodukte wurden in den vergangenen Jahren zahlreiche ESG-konforme (hier und fortfolgend im Sinne „die ESG-Transformation unterstützend“ gemeint) Ausgestaltungen erarbeitet. Beispiele sind Zweckbindungen der Mittelverwendung oder Staffelungen des Zinses nach einer Art Bonus-Malus-System auf Basis von ESG-Kennzahlen. Insofern existieren für die Marktteilungen dieser Produkte verschiedenste Möglichkeiten, ihren Beitrag zur ESG-Transformation darzulegen, zu bemessen und zu steuern.

Für den Derivatehandel sieht dies grundlegend anders aus – trotz positiver, pionierhafter Beispiele im Kundengeschäft, wie z. B. durch die ING Bank. So werden zur internen Banksteuerung sowie im Asset-Liability-Management Derivate wie Zinsswaps eingesetzt, für die völlig unklar ist, wie eine ESG-konforme Ausgestaltung unter Erhaltung der origi-



nären Steuerungsfunktion sowie unter Berücksichtigung regulatorischer und/oder operativer Anforderungen, z. B. mit Blick auf das zentrale Clearing, überhaupt aussehen könnte. Gleichwohl fragen – insbesondere in öffentlichen Finanzinstituten – Eigentümer, Verwaltungsräte etc. immer häufiger, welchen Beitrag jede Abteilung und damit speziell auch der Derivatehandel im Rahmen der ESG-Transformation künftig leisten könnte.

Diese grundlegende Fragestellung aufnehmend wollen wir in diesem Artikel uns nicht darauf fokussieren, Antworten zu finden, inwiefern Derivate als Produkt selbst ESG-konform ausgestaltet werden können (und was dies überhaupt heißen kann). Wir machen hingegen einen Vorschlag, wie die Handelstätigkeit selbst (und eben nicht das Produkt) nach marktwirtschaftlichen Prinzipien (also eben nicht beispielsweise durch eine reine Blacklist) mit messbarem, positivem Beitrag zur ESG-Transformation ausgestaltet werden kann und wie die hiermit für das Institut anfallenden Kosten erhoben und kontrolliert werden können.

Hierbei ist unser leitendes Szenario ein Institut, das regelmäßig OTC-Derivate (insbesondere Zinsswaps) zu Risikosteuerungszwecken mit verschiedenen Gegenparteien abschließt, diese weit überwiegend über eine zentrale Gegenpartei (CCP) abwickelt und hierbei ausschließlich als Preisnehmer auftritt.

Grundprinzipien ESG-Steuerung

Die Risikosteuerung selbst – also der eigentliche Zweck des Derivatehandels in unserem Kontext – soll grundsätzlich unberührt bleiben. Dies gilt sowohl für den ökonomischen Ansatz der Steuerung (Durationsteuerung, Cashflow-Matching etc.) als auch für deren bilanzielle Reflektion (Mikro- oder Makrosicherungsbeziehungen etc.) sowie die Abwicklung. Der Ansatzpunkt ist daher nicht das Produkt, sondern die Auswahl des konkreten Derivatepartners für eine konkrete Transaktion. Hierbei soll systematisch dessen ESG-Standing

zum Zeitpunkt der Ausübung des Handelsgeschäfts einfließen mit dem Zweck, dass die – aus Sicht des Instituts – vorbildliche Erfüllung von ESG-Kriterien einen Wettbewerbsvorteil für den jeweiligen Geschäftspartner generiert.

Der Klarheit halber sei betont, dass das ESG-Standing hier eine Einwertung (bspw. operationalisiert durch eine Art ESG-Rating/Score, wie es auch im Finanzierungs- und Anlagegeschäft genutzt wird) dahingehend ist, inwiefern der Derivatepartner nachhaltig in den Dimensionen ESG aufgestellt ist (etwa Auswirkungen seines Geschäftsmodells auf Umwelt und Gesellschaft, Management von Nachhaltigkeitsrisiken, Umfang der Offenlegung etc.). Es ist keine Beurteilung, inwiefern sich die klassischen Risiken durch ESG-bezogene Risikofaktoren verändern, beispielsweise inwiefern sich die Gegenparteiausfallrisiken durch den Einfluss des Klimawandels verändern.

Diese Faktoren gehen zunehmend standardisiert zum Beispiel in (klassische) Ratings und damit bei Derivaten konkret in das Credit Valuation Adjustment (CVA) ein. Der Einfachheit der Darstellung halber betrachten wir sie hier nicht weiter, da kein Widerspruch zum nachfolgenden Konzept besteht. In der praktischen Implementierung sind Zusammenhänge genauer herauszuarbeiten.

Das resultierende Grundprinzip ist mithin denkbar einfach: Es wird für eine konkrete Derivatstransaktion im Rahmen der Beurteilung der betriebswirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit (Pricing) nicht automatisch jene Gegenpartei ausgewählt, die absolut den besten Preis (bzw. Coupon, Spread etc.) aufruft. Stattdessen wird die Auswahl nach dem folgenden Schema getroffen:

1. Strukturierung des Derivats, Festlegung der potenziellen Gegenparteien und Einholung der Angebote dieser Gegenparteien
2. Feststellung des ESG-Standings für jede potenzielle Gegenpartei

3. Festlegung eines Preisauf-/abschlags aufgrund des ESG-Standings für jede dieser Gegenparteien
4. Bildung einer preissortierten Liste inklusive dieser Preisauf-/abschläge
5. Auswahl der auf dieser Liste führenden Gegenpartei als Partner für die Transaktion (eingedenk der üblichen Prüfungen der Limitauslastungen etc.)

Im Ergebnis wird jene Gegenpartei für die Transaktion ausgewählt, die unter Beachtung ihres ESG-Standings (ausgedrückt durch den institutsinternen Preisauf-/abschlag) den vorteilhaftesten Preis aufgerufen hat. Der Preisauf-/abschlag drückt hierbei mithin jenen Betrag aus, den das Institut gewillt ist zu zahlen bzw. verlangen würde für ein Geschäft mit einem Derivatepartner mit entsprechendem ESG-Standing. Es sei noch einmal angemerkt, dass die grundsätzliche Ausstattung (also bspw. Cashflow-Struktur oder Nominalverlauf) des abgeschlossenen Derivats unverändert bleibt.

Das Sustainability Valuation Adjustment (SVA)

Wie können die oben eingeführten Preisauf-/abschläge konkret bestimmt werden? Das Pricing einer Derivatetransaktion (etwa eines Swaps) enthält neben dem reinen Underlying-induzierten Wert (mark-to-model) verschiedene Aufschläge für (Risiko-)Kosten, die in der Regel über Bewertungsanpassungen (sogenannte Valuation Adjustments) ausgedrückt werden. Üblich ist insbesondere die Beachtung von Gegenparteiausfallrisiken (Credit/Debit Valuation Adjustment), Finanzierungskosten (Funding Valuation Adjustment) und Eigenmittelkosten (Capital Valuation Adjustment).

In Erweiterung dieses Standardpricings schlagen wir vor, oben genannte Preisauf-/abschläge über eine gesonderte, einmalige Be-

wertungsanpassung – das Sustainability Valuation Adjustment (kurz SVA) auszudrücken. Hierdurch bleibt das ursprüngliche Pricing unberührt und der Effekt des internen Steuerungswerkzeugs stets sauber separiert.

Als Grundlage des SVA schlagen wir die in der Transaktion über ihre Laufzeit gebundenen Eigenmittel, also eine ähnliche Bemessungsgrundlage wie beim Capital Valuation Adjustment (KVA), vor. Hierdurch wird der grundsätzlich gesuchte Beitrag des Derivatehandels ein Beitrag zur ESG-konformen Nutzung der Eigenmittel des Instituts insgesamt. Die Preisauf-/abschläge werden so zu einem Auf-/Abschlag auf die zu erwirtschaftenden Eigenmittelkosten.

Der praktische Vorteil liegt darin, dass die erwarteten, gebundenen Eigenmittel in Anlehnung an bestehende KVA-Rechnungen ermittelt werden können (wobei es hier auf die institutsspezifische Operationalisierung, bspw. das Abstellen auf ökonomische oder regulatorische Eigenmittel etc. ankommt). Im einfachsten Fall eines nach Gegenpartei (i) differenzierten, aber zeitlich konstanten Auf-/Abschlags $\Delta r_{E,(i)}^{Sust}$ auf die Eigenmittelkosten, berechnet sich der SVA als

$$SVA = \Delta r_{E,(i)}^{Sust} \times E[K],$$

wobei $E[K]$ die erwarteten, über die Laufzeit gebundenen Eigenmittel bezeichnet.

Praktische Herausforderungen

Wie kann die Bestimmung des Gegenpartei-individuellen Auf-/Abschlags auf die Eigenmittelkosten aussehen? Hierzu ist zunächst eine Einschätzung des ESG-Standings im obigen Sinne für jede Gegenpartei notwendig. Es ist also zu beurteilen, inwiefern sich der De-

riivatepartner bezüglich seines Geschäftsmodells, Verhaltens, Auftretens etc. nachhaltig in den Dimensionen ESG aufgestellt hat. Dies sollte im Rahmen der bestehenden institutsweiten Bemühungen zur ESG-Transparenz adressiert werden und schlussendlich in einer einfachen Kennzahl wie einem instituts-einheitlichen ESG-Ratingfaktor münden.

Entsprechend einer daraus abgeleiteten Ratingskala wird pro Ratingstufe ein Auf-/Abschlag, ausgedrückt als (annualisierter) Auf-/Abschlag auf die Standard-Eigenmittelkosten, festgelegt. Diese Festlegung kann vom Derivatehandel im Rahmen seines Auftrags bestimmt werden. Hierbei sollte nach Möglichkeit eine Einbettung in einen institutsweit austarierten Appetit bzw. entsprechende Leitplanken erfolgen. Die Werte sollten regelmäßig rekaliert werden – dies kann insbesondere auch im Rahmen der unten beschriebenen Kostenkontrolle erfolgen.

Nach diesen Vorarbeiten reduziert sich die Berechnung des SVA auf einfache Multiplikationen, sodass im Pricing keinerlei zusätzliche nennenswerte Rechnungen und damit zeitkritische Vorgänge anfallen.

Die ESG-adjustierte Auswahl der Gegenpartei führt bei einer konkreten Transaktion zu Mehrkosten, wenn nach Beachtung des SVA eine Gegenpartei ausgewählt wird, die vorher einen höheren Preis aufgerufen hat als die Gegenpartei, die sonst ausgewählt worden wäre. Für diese Kosten empfehlen wir ein Budget festzulegen, gegen das die Mehrkosten jeder Transaktion gebucht werden. Der Klarheit halber sei bemerkt, dass diese Mehrkosten nicht dem SVA entsprechen, da dieser eine rein interne Größe ist. Vielmehr bestimmen sich die Kosten als Preisdifferenz zwischen der inklusive und exklusive SVA ausgewählten Gegenpartei.

Über das Budget bzw. dessen Ausschöpfung kann schließlich der grundsätzlich gesuchte Beitrag des Derivatehandels monetär quantifiziert und transparent gemacht werden.

Weitere beachtenswerte Aspekte

Der Vollständigkeit halber wollen wir noch einige Themen ansprechen, die bei der Operationalisierung und Implementierung des skizzierten Konzepts von Interesse sein könnten.

Zunächst stellt sich die Frage, ob die durch das beschriebene Pricing-Verfahren kontrahierten Preise die Marktgerechtigkeit der Transaktion gefährden und mithin zu vermehrten Auffälligkeiten in der entsprechenden Prüfung führen. Dies ist aus unserer Sicht nicht zu erwarten, da im Regelfall alle überhaupt zur Auswahl stehenden Preise grundsätzlich marktgerecht sein werden. Eine Abweichung vom Prinzip des günstigsten Preises steht mithin nicht automatisch im Verdacht der mangelnden Marktgerechtigkeit und kann

beispielsweise auch ausschließlich aus Erwägungen der Limitierung bereits heute und ohne SVA auftreten. Aufgrund des eingangs gesetzten Kontexts sehen wir im Übrigen auch keine Herausforderungen in Bezug auf Best-Execution-Anforderungen.

Durch die bevorzugte Auswahl von Gegenparteien mit gutem ESG-Standing greift der SVA absehbaren Schritten des Regulators vor. Letztlich ist zu erwarten, dass zukünftig eine Eigenmittelunterlegung von Geschäft mit Partnern mit schlechtem ESG-Standing gefordert wird – also in gewissem Sinn eine Unterlegung von ESG-Exposure. Dieses Exposure wird durch das SVA-Verfahren systematisch reduziert bzw. möglichst geringgehalten. Insofern reduziert es auch einen perspektivischen Eigenmittelbedarf.

Hinsichtlich der praktischen Umsetzung liegt die wesentliche Herausforderung unseres Erachtens nicht in der xVA-Infrastruktur – hier kann weitgehend auf das Bestehende zurück-

gegriffen werden. Vielmehr ist die Feststellung des ESG-Standings jeder Gegenpartei herausfordernd und sollte in enger Abstimmung mit den in der Regel bereits bestehenden ESG-Datenprojekten angegangen werden.

Autoren



Stephan Blanke, Leiter Handel Derivate, CO₂ bei der KfW. Er verantwortet den operativen Derivatehandel und begleitet dabei die Umsetzung von Produktinnovationen sowie regulatorischer Vorgaben in die Praxis.



Dr. Hans Peter Wächter, Partner, d-fine GmbH berät die Finanzindustrie in allen Fragen zur Bewertung von Finanzinstrumenten, aktuell insbesondere in den Themen des Bewertungsrisikos und der ESG-Transformation.

FAZIT

Wir haben die Grundzüge eines Sustainability Valuation Adjustments skizziert, das es dem Derivatehandel (hier im konkreten Kontext der Risikosteuerung) ermöglicht, unter überschaubarer Erweiterung des Standards im Derivate-Pricing einen messbaren, positiven Beitrag zur ESG-Transformation zu leisten. Grundlage des SVA sind die in der Transaktion über ihre Laufzeit gebundenen Eigenmittel, sodass der positive Beitrag des Derivatehandels institutsintern ein Beitrag zur ESG-konformen Nutzung der Eigenmittel des Instituts insgesamt wird. Marktweit kann der Ansatz zu einer systematischen Bevorzugung von Gegenparteien mit im Marktvergleich gutem ESG-Standing beitragen, sodass auch ein institutsexterner positiver Effekt entsteht.